BANK-ARCHIV

Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen,

XXVII. Jahrgang. Berlin, 15. Juni 1928. Nummer 18.

Inhalts-Verzeichnis.

„The Mythology of Reparations."
Von Franz Urbig, Geschäftsinhaber der Disconto-Gesellschaft, Berlin.

Das langfristige Kreditproblem der mittleren Industrie.
Von Dr. Paul Schulz-Kiesow, Privatdozent an der Hamburgischen Universität.

Das Zinsproblem der Auslosungsrechte.
Von Dr. jur. Herbert v. Breska, Berlin.

Die „Völkerbundsanleihen".
Von Dr. Hanns Reissner, Berlin.

Zur Tragweite des § 7 des Aufwertungsgesetzes.
Von Dr. jur. Otto Hauke, Breslau.

Gerichtliche Entscheidungen.

„The Mythology of Reparations."

Von **Franz Urbig**, Geschäftsinhaber der Disconto-Gesellchaft, Berlin.

Von Robert Crozier Long, der sich seit 1920, also während der letzten acht Jahre in Deutschland aufgehalten hat und Vertreter der weltbekannten englischen Finanzzeitschrift „The Economist" war, ist unter dem Titel „The Mythology of Reparations" ein Buch erschienen, dessen Entstehung offenbar auf das bekannte Memorandum des Generalagenten für Reparations-Zahlungen vom Oktober 1927 und die darin enthaltene Kritik der deutschen Finanzgebarung zurückzuführen ist.

Der erste Teil des Buches soll, wie es in einem Vorwort heißt, die sogenannte Transfer-Frage zerstören. Der zweite Teil befaßt sich mit der Entwicklung, die Deutschland seit dem Inkrafttreten des Dawes-Planes genommen hat, besonders aber mit den seit dieser Zeit erzielten Ueberschüssen und Ersparnissen. Es soll auf Grund maßgebender Statistiken gezeigt werden, daß die Reparationen, welche Deutschland zahlt, nur einen geringen Bruchteil des laufenden Zuwachses an Nationalvermögen ausmachen.

In dem ganzen Reparations-Problem spielt bekanntermaßen die Ueberweisung der von der deutschen Regierung im Inlande aufzubringenden Gelder an die empfangenden Staaten, also die Beschaffung der erforderlichen ausländischen Valuta, die Hauptrolle. Mehr und mehr hat sich die Ueberzeugung durchgesetzt, daß das Maximum solcher Ueberweisungen zugleich die Höchstgrenze für die Reparations-Zahlungen überhaupt zieht. Der Unterschied zwischen Sachlieferungen und Barüberweisungen hat sich dabei für alle Sachverständigen inzwischen so gut wie verflüchtigt. Der Dawes-Plan hat eine Einstellung der Ueberweisungen vorgesehen, sobald das dafür eingesetzte, unter dem Vorsitz des Reparations-Agenten waltende Komitee die Ueberzeugung gewinnt, daß zum Schutze der deutschen Währung die Unterbrechung des Devisen-Ankaufs nötig ist. Den Verfassern des Dawes-Planes schien eine solche Maßnahme unerläßlich, weil „der Bedarf an Ausland-Valuta für Reparations-Zahlungen und für die Bezahlung der von Deutschland zu importierenden Waren größer sein könnte als der Bedarf des Auslandes an Reichsmark für die Bezahlung von Rohstoffen und Fabrikaten, die Deutschland exportiert". Dieser Gedanke war richtig. Denn nach der völligen Vernichtung unseres flüssigen Betriebskapitals — im Inlande durch Inflation, im Auslande durch Wegnahme — mußte man damit rechnen, daß die Summen der zukünftigen Handelsbilanz Deutschlands auch die Summen seiner Zahlungsbilanz sein würden, daß also nur aus Ueberschüssen seines Exports Geldüberweisungen an das Ausland möglich würden.

Die einem starken Vertrauen des Auslandes in das Wiederaufleben der wirtschaftlichen Kräfte Deutschlands entsprungene Gewährung lang- und kurzfristiger Kredite hat das Bild geändert und hat die passive Zahlungsbilanz Deutschlands während der letzten drei Jahre in eine geborgt aktive umgewandelt. Es wäre die Aufgabe eines Propheten zu sagen, ob und wie lange sich dieser Zustand fortsetzen wird. Wer nicht Prophet sein will, wird die nüchterne Ueberzeugung haben, daß er nicht dauern kann. In den hinter uns liegenden drei Jahren hat er dazu beigetragen, den inländischen Konsum an industriellen Fabrikaten und ausländischen Verbrauchsgütern auf eine vom Luxuswind bestrichene Höhe zu heben und damit der deutschen Wirtschaft eine Oberfläche zu verleihen, welche im eigenen Lande die Gefahr einer Ueberschätzung unserer Kräfte entstehen läßt und zu einer tatsächlichen Ueberschätzung unseres scheinbar wiedergewonnenen Reichtums bei anderen führt. Ein Land, das im Jahre 1923 sein auf 80 Milliarden Goldmark geschätztes Betriebskapital fast völlig verloren sah und einen Teil dieses Kapitals durch Aufnahme von Schulden ersetzt, kann nach vier Jahren einer Aufwärtsentwicklung nicht so wohlhabend geworden sein, wie es sich manchmal selber dünken möchte, auf keinen Fall aber so reich, wie einige Ausländer es einschätzen. Zu den letzteren gehört der Verfasser des eingangs erwähnten Buches, dessen Thesen man mit den eigenen Worten des Verfassers wie folgt beschreiben kann:

1. Wenn Deutschland einen Ueberschuß aus seiner Wirtschaft hat, kann es alle Repara-

tions-Zahlungen leisten, welche im Rahmen dieses Ueberschusses liegen, ohne seine Währung zu gefährden und ohne den Standard of Life seiner Bevölkerung herabzumindern.

2. Weil Deutschland einen solchen Ueberschuß hat und weil damit die Vorbedingung für eine gesunde Währung gegeben ist, sind Zweifel an der Möglichkeit einer Ueberweisung der Reparations-Zahlungen an die empfangenden Länder nicht berechtigt, und eine Transfer-Frage existiert infolgedessen überhaupt nicht. Die mit diesem Punkte zusammenhängenden, auf einen Währungsschutz abzielenden Ideen der Sachverständigen des Dawes-Planes bewegten sich auf einem Irrgang.
3. Von der Reichs-Kredit-Gesellschaft, Berlin, und der Frankfurter Zeitung veröffentlichte Statistiken zeigen, daß die für Reparationen verfügbaren Ueberschüsse — Ersparnisse — der deutschen Wirtschaft in den Jahren 1925, 1926 und 1927 etwa 26 Milliarden Mark ausmachen. Deutschland hat in der gleichen Zeit an Reparationen nicht ganz 4 Milliarden gezahlt, also nur 15,5 pCt. seiner ersparten Ueberschüsse.
4. Ein Blick auf diese Entwicklung der letzten drei Jahre macht es wahrscheinlich, daß die Ersparnisse aus den wirtschaftlichen Ueberschüssen Deutschlands sich fortdauernd vermehren und daß nach weiteren fünf Jahren mit Ersparnissen von jährlich 20 Milliarden Mark, etwas mehr als das Doppelte derjenigen des Jahres 1927, gerechnet werden kann. Die Reparations-Zahlungen von jährlich 2500 Millionen Mark zuzüglich des Betrages aus der Anwendung des Wohlstand-Index werden also von da ab überhaupt nicht mehr als eine ins Gewicht fallende Belastung Deutschlands angesehen werden können.
5. Es erscheint richtig, die Kapitalsumme der Reparationen alsbald festzusetzen, doch braucht damit eine wesentliche Aenderung des Dawes-Planes nicht verbunden zu werden. Die Kapitalsumme muß sehr hoch sein und muß mit steigenden Annuitäten verzinst und getilgt werden, die aber nicht starr sein, sondern nach oben durch den — einzig richtigen — Index, nämlich einen Verarmungs-Index begrenzt werden sollen. Nach allem, was die Geschichte lehrt, noch mehr aber auf Grund der Entwicklung, die Deutschland während der letzten drei Jahre genommen hat, kann erwartet werden, daß die im Jahre 1921 als Reparations-Schuld festgesetzten 132 Milliarden Goldmark von Deutschland aufgebracht werden können.

Wir Bankiers, die wir im Laufe unseres Lebens nüchterne Realisten werden, haben uns oft gesagt, daß kein Land der Welt auf die Dauer imstande ist, 2500 Millionen Goldmark jährlich ohne Kompensation an das Ausland zu zahlen. Also auch Deutschland nicht. Der Verfasser macht zwischen Reparations-Schuld und Schuld aus einer aufgenommenen Anleihe, mit deren Aequivalent man doch Werte schaffen konnte, keinen Unterschied, lehnt diesen vielmehr ausdrücklich ab. Er sagt auch, daß Borgen im Inlande für uns genau das gleiche sei wie Borgen im Auslande. So wird es ihm denn, wie man sieht, nicht schwer, die Zahl von 132 Milliarden Mark, welche man bisher im Monde wähnte, auf die Erde wieder zurückzuführen. Ich sehe, im Gegensatz zu dem Verfasser des Buches, in Deutschland die Bäume nicht in den Himmel wachsen und besitze, wie alle meine Kollegen aus der Bankwelt, nicht die erforderliche Schwungkraft, um mich aus der Sphäre realer Größenordnung emporzuschwingen zu der phantastischen oder astronomischen Höhe einer sich auf Erden nicht mehr rächenden Schuld von 132 Milliarden Mark!

Wir zerbrechen uns in Deutschland den Kopf, wie zu vermeiden ist, daß die Frage: Kann Deutschland aus eigener Kraft die Devisen aufbringen, um 2500 Millionen und vielleicht mehr Goldmark jährlich zu überweisen? — zu einer Probe auf das Exempel führt. Denn wenn diese Probe eines Tages gemacht werden muß, dann werden wir mitten in einer Krise sein, deren Wirkung nicht abzusehen ist. Jeder wird suchen, seine verfügbaren Mark noch so schnell wie möglich in ausländische Valuta umzuwandeln, ohne Rücksicht auf den Kurs. Drosselung des Imports heißt alsdann für uns Arbeitslosigkeit großen Stils und Zusammenbruch an allen Ecken und Enden. Diese Einsicht geht über Deutschlands Grenzen hinaus und ist heute wohl Allgemeingut derer, die sich den Blick für die Wirklichkeiten bewahrt haben. Es zu einer Probe aufs Exempel nicht kommen zu lassen, ist der reale Grundgedanke, von dem sich der Generalagent für Reparations-Zahlungen bei seiner Stellungnahme im Oktober vorigen Jahres hat leiten lassen. Dieser Gedanke ist jedem von uns verständlich gewesen, nur warf sich die Frage auf: Wer soll es sein, der zuerst über diese wichtige Angelegenheit zu sprechen beginnt?

Aus spitzer Feder fließen Spott und beißender Sarkasmus über die Umwelt, welche sich, sei es sachverständig, sei es kritisch, am Reparations-Problem bisher öffentlich betätigt hat. Nichts ist dem Verfasser heilig, der genau weiß, daß zu einem journalistischen Erfolg Pfeffer und Salz gehören. Am besten kommt noch der Herr Reichsbankpräsident weg, von dem wohl, und mit Recht, angenommen wird, daß auch er, wenn er will oder muß, um die Austeilung eines Hiebs nicht verlegen ist.

Sehr eingehend verbreitet sich der Verfasser über das Wesen des wirtschaftlichen Ueberschusses (economic surplus). Es kommen Ziffern zur Verwendung, die, wie immer bei Behandlung solcher Fragen, Schätzungen sind und durch die Wirklichkeit nicht bestätigt zu werden brauchen. Bei wirtschaftlichen Ueberschüssen ist nach meiner Ueberzeugung niemals genau zu erkennen, wieviel davon schon den Charakter des Konsums trägt bzw. unkontrollierbar in den Verbrauch übergeht. Auch Doppelrechnungen sind dabei nicht selten. Zu welcher ungeheueren theoretischen Ausweitung die von der Reichs-Kredit-Gesellschaft und der Frankfurter Zeitung gegebenen Ziffern des Ueberschusses in 1925—1927 führen können, sehen wir an dem vorliegenden Beispiel. Wäre nicht die — nach Ansicht des Verfassers zu verstärkende — Blutabnahme durch die Reparationen vorgesehen, so müßten wir in Deutschland nach weiteren fünf Jahren Purzelbäume vor Vergnügen schlagen. Vieles von den Ueber-

Theorien des Verfassers, mit denen er seine Ansichten und Schätzungen wegen der wirtschaftlichen Ersparnisse zu beweisen sucht, ist mir vollkommen unverständlich geblieben. Vielleicht wohl um deshalb, weil ich noch zu stark auf dem Niveau jener einfacheren Ueberlegung mich befinde, die auch die Sachverständigen des Dawes-Planes befruchtete, als sie sagten, daß in gewissen Dingen Erfahrung und Erfahrung allein zeigen kann, ob . . . . . Eine derartige simple Schulung tut der Verfasser gründlich ab. Mit grandioser Ueberlegenheit wird er uns sagen: Du gleichst dem Geist, den Du begreifst, nicht mir!

Das Buch verfolgt eine bestimmte Tendenz, und sein Erscheinen ist zu bedauern. Es befreit sich von dem Gedanken an die Notwendigkeit wirtschaftlicher Zusammenarbeit, obschon es vom selbsttätigen Mechanismus des Devisen-Ausgleichs spricht, dessen wichtigste Prämisse doch der Austausch von Gütern zwischen den Völkern und deren Ländern ist. Das politische Problem tritt wieder weit in den Vordergrund, was Deutschland gegenüber bequem und völlig gefahrlos ist. Das Buch enthält ein Melodrama von zwei Akten, von denen der erste langweilig ist, während der zweite sich zu wuchtigen Schlußfolgerungen aufbaut:

> „Sobald Deutschland genügend wirtschaftliche Ueberschüsse hat, gibt es keine Währungsfrage. Solange es in Deutschland keine Währungsfrage gibt, existiert keine Transfer-Frage. Was Deutschland bisher an Reparationen gezahlt hat, war höchstens der sechste Teil seiner in den letzten drei Jahren gemachten Ersparnisse und werde in wenigen Jahren, wenn die jetzige Maximal-Belastung von 2500 Millionen Mark bestehen bleibt, höchstens der achte bis zehnte Teil dieser jährlichen Ersparnisse sein. Es sei absurd, angesichts dessen die Vermutung auszusprechen, daß Deutschland die 2500 Millionen zuzüglich der Erhöhung aus dem Wohlstand-Index eines Tages nicht werde aufbringen können. Eine solche Vermutung stehe aber im Hintergrunde des Oktober-Memorandums des Generalagenten für Reparations-Zahlungen, und es sei skandalös, daß die deutschen Minister und Geheimräte einer derartigen Vermutung gern beigetreten seien, um ihre Versicherungen von der loyalen Erfüllung der Reparationen um so wertvoller erscheinen zu lassen. Skandalös werde es aber auch sein, wenn die Alliierten aus dieser Sachlage nicht die logischen Konsequenzen ziehen würden. Deutschland sei niedergeschlagen worden und sei nunmehr sozusagen von aller Furcht befreit. Die Strafe, welche ihm wegen seiner früheren Kriege die Alliierten auferlegt hätten, bestehe darin, daß man ihm verbiete, sich an ihren zukünftigen Kriegen zu beteiligen."

Das heißt wohl mit dürren Worten: Laßt Euch von Deutschland soviel bezahlen als es, ohne zu verarmen, zahlen kann. Da es wehr- und waffenlos ist, kann es sich an Euren späteren Kriegen nicht beteiligen. Darum sorgt dafür, daß es sich wenigstens an den Kosten dieser Kriege und Eurer Rüstungen beteiligt. Denn

Europa ist arm mit Ausnahme von Deutschland!

ruft der Verfasser am Ende seines Buches aus. Dieses Bekenntnis klingt sehr seltsam aus dem Munde eines Briten, in dessen Reich die Sonne nicht untergeht, beleuchtet aber vielleicht besser als alles andere die Tendenz, welche den Verfasser geleitet hat, der genau weiß, daß der Reichtum eines Landes mit 7 pCt. Bankdiskont manches zu wünschen übrig läßt.

Man legt das Buch mit dem Gefühl aus der Hand, eine unerfreuliche Lektüre hinter sich zu haben.

Das langfristige Kreditproblem der mittleren Industrie.

Von Dr. **Paul Schulz-Kiesow**, Privatdozent an der Hamburgischen Universität.

I.

Anfang September vergangenen Jahres schloß die Deutsche Bank mit dem rührigsten und in der Placierung europäischer Werte heute führenden amerikanischen Bankhaus Dillon, Read & Co. ein 5jähriges Darlehen von 25 Millionen Dollar ab, wogegen am 15. 9. 1927 in New York, London, Amsterdam und an sonstigen europäischen Börsenplätzen am 1. September 1932 fällige, 6proz. Treuhändernoten zum Kurse von 99½ pCt. emittiert wurden. Die Zeichnungslisten wurden bereits eine Stunde nach Eröffnung geschlossen. Insgesamt wurden 57 Millionen Dollar gezeichnet, und zwar 45 Millionen in den Vereinigten Staaten, der Rest in Holland, der Schweiz, England, Schweden und Oesterreich. Es konnten daher nur rund 50 pCt. zugeteilt werden. Die Konsortialführung verzichtete auf besondere Sicherheiten. Die Deutsche Bank hinterlegte lediglich eine Generalquittung bei der Equitable Trust Company of New York, auf Grund welcher letztere Treuhänderzertifikate ausfertigte. Da der Auszahlungskurs 3—3½ pCt. unter dem Auflegungskurs lag, kostete das Darlehen der Deutschen Bank reichlich 6¾ pCt.

Am 11. Oktober 1927 folgte die Commerz- und Privat-Bank dem Beispiel der Deutschen Bank, indem sie bei einem unter Führung der Chase National Bank stehenden amerikanischen Bankenkonsortium ein Darlehen von 20 Millionen Dollar aufnahm. Die Commerz- und Privat-Bank sicherte sich das Recht der jederzeitigen Rückzahlung, während die Darlehensgeber sich für 10 Jahre banden. Wie bei der Deutschen Bank-Anleihe wurden gegen eine Generalschuldverschreibung der Commerz- und Privat-Bank Treuhändernoten beim Publikum zur Zeichnung aufgelegt. Der Nominalzinsfuß betrug 5½ pCt., der endgültige Emissionskurs 94½ pCt., so daß sich bei einem Auszahlungskurs von wahrscheinlich 92 pCt. die Kosten des Darlehns auf 6¾ pCt. — bei vorzeitiger Rückzahlung natürlich entsprechend höher — stellten. Auch diese Anleihe wurde in den Vereinigten Staaten und in Europa stark überzeichnet.

Mit der Ausgabe dieser beiden Anleihen wurden zwei Ziele verfolgt. Der erste, in den offiziellen Mitteilungen über den Abschluß der Anleihen ausdrücklich genannte Zweck war die Konsolidierung kurzfristiger Schulden gegenüber dem Ausland. Dieses an sich begrüßenswerte Motiv verliert indessen dadurch an Bedeutung, daß die Anleihebeträge im Verhältnis zu der tatsächlichen kurz-

fristigen Auslandsverschuldung Deutschlands geradezu minimal sind.

Am 27. Oktober 1927 bezifferte Reichswirtschaftsminister Dr. Curtius vor dem Haushaltsausschuß des Reichstages die kurzfristigen Auslandsschulden sämtlicher deutschen Kreditinstitute per Ende Oktober 1927 auf 3,6 Milliarden Mark. Einschließlich der von der Industrie und dem Großhandel ohne Vermittlung deutscher Banken hereingenommenen Rembourskredite betrug nach Erklärungen Dr. Schachts vor dem gleichen Gremium die kurzfristige Auslandsverschuldung 5 Milliarden Mark. Beide Ziffern sind jedoch um die beträchtlichen Auslandsguthaben der deutschen Banken zu kürzen[1]).

Eine im Juni 1927 erfolgte Umfrage der Reichsbank bei sämtlichen Banken soll nach der Frankfurter Zeitung ergeben haben, daß damals von rund 10 Milliarden Mark Kreditoren etwa 4 Milliarden Mark auf das Ausland entfielen, von welchem Betrag aber die Hälfte durch greifbare Valuta gedeckt war[2]). Das Magazin der Wirtschaft gelangte zu ähnlichen Ergebnissen, wenn es im September vergangenen Jahres die gesamte schwebende Auslandsschuld nach Abzug der deutschen Gegenforderungen mit 2 Milliarden Mark angab[3]).

Fallen die beiden Anleihen für die Konsolidierung der deutschen kurzfristigen Auslandsschulden nicht ins Gewicht, so wäre dies anders gewesen, wenn sämtliche Großbanken das Opfer auf sich genommen hätten, für diesen Zweck eine große gemeinsame Anleihe aufzunehmen. Leider haben sich die Banken aus an sich verständlichen Gründen hierzu nicht entschließen können. Die ablehnende Haltung ist um so bedauerlicher, als lange vor der Deutschen Bank-Anleihe amerikanische Kreditinstitute sich vergeblich bemüht hatten, eine Sammelanleihe für alle Großbanken zu organisieren[4]). Die Amerikaner haben diesen aus währungspolitischen Gründen nur zu begrüßenden Plan niemals aufgegeben. Das W. T. B. berichtete am 13. Oktober 1927 aus New York von vergeblichen Bemühungen der Bankers Trust Co., eine deutsche Bankengruppe zur Aufnahme einer Sammelanleihe zu bewegen. Auch sonst scheinen verschiedene amerikanische Finanziers seit Sommer 1927 Großbanken wie auch Provinzinstituten Vorschläge betreffs Dollarsicherung auf lange Zeit gemacht zu haben[5]).

Betreffs des zweiten Grundes der Anleiheaufnahme lassen wir am besten die Verwaltungsberichte der beiden Banken für das Jahr 1927 sprechen.

„Die Nachfrage aus unserer Kundschaft nach Investitionskrediten, deren Laufzeit länger zu bemessen war, als im Bankgeschäfte normalerweise möglich, und die durch Emission zu befriedigen wegen Geringfügigkeit der Einzelbeträge, oder weil nicht von Aktiengesellschaften stammend, untunlich war, hat uns — die Deutsche Bank — veranlaßt, einen von der Firma Dillon, Read & Co. in New York angebotenen Kredit von 25 Millionen Dollar auf fünf Jahre anzunehmen." Aehnlich heißt es bei der Commerz-Bank: „Um unserer großen Kundschaft aus der mittleren Industrie in größerem Umfang einen langfristigen Kredit gewähren und um bestehende, kurzfristige Kredite wenigstens teilweise in langfristige umwandeln zu können, haben wir Anfang Oktober mit amerikanischen Geschäftsfreunden unter Führung der Chase National Bank ein Darlehen von 20 Millionen Dollar auf 10 Jahre fest abgeschlossen."

Ueber die Verwendung ihrer Anleihe im einzelnen schweigt sich der Bericht der Commerz-Bank leider aus. Die Bank bemerkt nur, daß sie den Erlös im allgemeinen Darlehnsgeschäft mitverwendet und daraus Kredite bis längstens zwei Jahre gewährt hat. Dagegen machte die Deutsche Bank erfreulicherweise sehr detaillierte Angaben. Etwas mehr als die Hälfte des Betrages diente dazu, kurzfristig gegebene Darlehen entsprechend zu verlängern; mit dem Rest wurden neue Kreditgesuche befriedigt. Insgesamt erteilte die Deutsche Bank aus ihrer Anleihe 172 Darlehen. Die durchschnittliche Höhe des einzelnen Kredits beträgt somit ca. RM 625 000.—. Die Kredite unter RM 200 000.— machen nur 10 pCt. der gesamten Anleihe aus. Bankdirektor Pferdmenges zählt zur mittleren Industrie nur solche Firmen, deren Kreditbedürfnis zwischen RM 10 000.— und RM 100 000.— liegt[6]). Wir wissen, daß die Kreditgrenze kein restlos befriedigendes Mittel zur Definition der mittleren Industrie ist. Wir halten zudem Pferdmenges Kreditgrenze für zu niedrig gegriffen. Nichtsdestoweniger geht aus den angegebenen Zahlen deutlich hervor, daß die Deutsche Bank mit ihrem Amerika-Darlehen keinen nennenswerten Beitrag zur Lösung des langfristigen Kreditproblems der mittleren Industrie gegeben hat. In dieser Meinung werden wir durch die Tatsache bestärkt, daß das durchschnittliche Einzeldarlehen bei den beiden Industrieschaften, der Sächsischen Landespfandbriefanstalt und der Pfälzischen Wirtschaftsbank, nur ca. RM 100 000.— beträgt. Noch geringer ist dieser Betrag bei der amerikanischen Industrie-Anleihe der Deutschen Landesbanken-Zentrale, welche durch 12 unterbeteiligte Staats- und Landesbanken 770 Unternehmungen der mittleren und kleineren Industrie insgesamt für 40 Millionen Mark langfristigen Kredit erteilte. Das durchschnittliche Einzeldarlehen machte hier RM 52 000.— aus.

Ueber die Bedingungen, zu denen die Kredite weitergeleitet worden sind, gibt es keine authentischen Angaben. Wir nehmen aber an, daß die beiden Großbanken ihren Kreditnehmern 8 pCt. in Rechnung gestellt haben.

Die Schuldner der Landesbanken-Zentrale verzinsen ihre mit 90,2 pCt. abgerechneten Kredite mit 6½ pCt. + ¼ pCt. Risikoaufschlag. Die Effektivzinslast beträgt, vorausgesetzt, daß die Kreditnehmer

[1]) Frankfurter Zeitung Nr. 802 vom 28. 10. 1927 „Wirtschaftslage und Anleihepolitik". Frankfurter Zeitung Nr. 809 vom 30. 10. 1927 „Deutschlands Auslandsverschuldung".

[2]) Frankfurter Zeitung Nr. 199 vom 14. 3. 1928 „Ein Kontokorrentjahr".

[3]) Magazin der Wirtschaft Nr. 35 vom 1. 9. 1927, S. 1351, „Konsolidierung der kurzfristigen Auslandskredite".

[4]) „Der Deutsche Volkswirt" Nr. 51 vom 16. 9. 1927, Gustav Stolper, „Eine neue Kreditform". Frankfurter Zeitung Nr. 766 vom 14. 10. 1927 „Weitere Bankanleihen in New York".

[5]) Frankfurter Zeitung Nr. 766 vom 14. 10. 1927 „Weitere Bankanleihen in New York". Frankfurter Zeitung Nr. 749 vom 8. 10. 1927 „Dollarkredit der Commerz-Bank".

[6]) Robert Pferdmenges, Kreditversorgung der mittleren Industrie, Bank-Archiv XXVI, Nr. 22 vom 15. 8. 1927, S. 469.

von ihrem Recht der vorzeitigen Kündigung keinen Gebrauch machen, 7,5 pCt. Recht lästig ist aber die Pflicht, jährlich 2 pCt. der aufgenommenen Schuldsumme zu tilgen. Dasselbe gilt von der zusätzlichen Mithaftung von 10 pCt. der Darlehen.

Bei der Sächsischen Landespfandbriefanstalt läßt sich für die von ihr 1926 gewährten Kredite eine Effektivverzinsung von 8,3 pCt. errechnen, doch sind die Bedingungen ihrer im vergangenen Jahr erteilten Kredite kaum ungünstiger gewesen, als diejenigen der Landesbanken-Zentrale. Auch hier belastet die jährliche Tilgung den Schuldner. Dasselbe gilt von der Verpflichtung, über die Schuldsumme hinaus für die Verbindlichkeiten der Anstalt mit 10 pCt. der Nennwertsumme des empfangenen Darlehns zu haften.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Zinsbedingungen der beiden Großbanken sicherlich nicht leichter gewesen sind, als diejenigen der mit Staatsgarantie arbeitenden Industrieschaften und der Landesbanken-Zentrale. Nichtsdestoweniger würde die mittlere Industrie schon wegen des Wegfalls der Tilgungsquoten wie der Solidarhaft den langfristigen Krediten der Großbanken entschieden den Vorzug gegeben haben.

II.

Die Aufnahme langfristiger Anleihen bedeutete für das deutsche Kreditbankwesen ein Novum. Trotz der nicht zu bestreitenden Verletzung der bei uns üblichen bankpolitischen Grundsätze wurde das Vorgehen der beiden Kreditbanken in der Oeffentlichkeit durchweg gutgeheißen. Die Fachpresse verteidigte die Aktion mit dem Hinweis auf die anormale Situation der deutschen Wirtschaft. Dagegen blieb es in der Wissenschaft und in der Presse bei der grundsätzlichen Ablehnung der Bankobligation als Dauerinstitution. Die Bankpraxis teilte diese Meinung durchaus. In dem anläßlich der Anleihe ausgegebenen Kommuniqué der Deutschen Bank heißt es, daß sie überzeugt sei, daß sich nach Ablauf der 5 Jahre eine Erneuerung der Aktion erübrigen werde.

Die erste Bank, die zur Ausgabe von eigenen Obligationen schritt, war die 1822 errichtete belgische Société Générale, die nach Liefmann das vielseitigste Bank- und Effekteninstitut gewesen ist, das je existiert hat. Bis 1850 besaß sie das Notenemissionsrecht. Sie hat stets die Funktion einer Depositenbank ausgeübt und besitzt seit 1852 eine Sparkasse als besondere Abteilung. Von ihrem Recht, Obligationen auszugeben, machte die Bank zunächst nur bescheidenen Gebrauch. Seit 1835 ist das Gründungs- und Finanzierungsgeschäft das Hauptbetätigungsfeld der Bank. Die Deckung der Schuldverschreibungen besteht zur Hauptsache aus Aktien und Obligationen von Industrie- und Verkehrsgesellschaften.

Aus der Geschichte des Kreditbankwesens wissen wir, daß die Brüder Pereire für ihren 1852 gegründeten Crédit Mobilier das Recht der Obligationenausgabe erstrebten. Die Verhinderung der 1855 geplanten Obligationenemission durch die französische Regierung zwang die genialen Schöpfer des Crédit Mobilier, das Gründungs- und Umwandlungsgeschäft mit dem regulären Bankgeschäft zu vereinen. So erstand aus dem Zwang der Verhältnisse das gemischte Banksystem.

Beschränken sich die englischen Depositenbanken auf die Schaffung und Vermittlung von Geldkapital zum Zweck der Gewährung von Umsatz- und Betriebskredit, so erweiterten die deutschen Kreditbanken diesen Aufgabenkreis durch Uebernahme einer dritten Funktion, der Pflege des Anlagekredits. Hierdurch ermöglichten die Berliner Großbanken, trotz Kapitalarmut und trotz der noch bis zum Kriege sehr rückständigen Zahlungssitten, die der fruchtbaren Ausnutzung der giralen Geldschöpfung, wie der giralen Kassenhaltung im Wege standen, der deutschen Industrie eine beispiellose Entfaltung. Wenn der langfristige industrielle Kredit ohne Gefährdung der Liquidität der Banken aus kurzfristigen Mitteln befriedigt werden konnte, so nur deshalb, weil die deutschen Kreditbanken, ganz im Gegensatz zum Crédit Mobilier, das Kontokorrentgeschäft zum Angelpunkt ihrer gesamten Beziehungen zur Industrie machten. Ob als Buchkredit oder in Form von Bankakzepten gewährt, stets bot das Kontokorrentgeschäft den Banken reiche Gelegenheit, die industrielle Kundschaft zu beraten, zu kontrollieren und zu beurteilen. Erst jetzt konnten die Banken daran denken, ohne Beeinträchtigung ihres kostbaren Emissionskredites die Umwandlung ihrer Debitoren in Aktien und Obligationen vorzunehmen. Ihre starke Vertretung in den Aufsichtsräten industrieller Aktiengesellschaften und ihre, weniger auf Eigenbesitz, als auf Depotaktien beruhende Stimmenmacht auf den Generalversammlungen wurden von den Banken dazu benutzt, den von ihnen betreuten Gesellschaften eine vorsichtige Reserve- und Dividendenpolitik zur Pflicht zu machen. Da zudem die private Kundschaft in zahlreichen Depositenkassen geschickt beraten wurde, gelang es, das breite Kapitalistenpublikum für die Anlage seiner Ersparnisse in industriellen Werten zu gewinnen. Das bereits vom Crédit Mobilier virtuos gehandhabte Reportgeschäft gestattete es den Kreditbanken, die zeitweiligen, später dauernden Lücken auf dem Kapitalmarkt zu überbrücken. Das hohe eigene Aktienkapital, das keineswegs nur Garantiefunktion ausübte, half noch nicht börsenreife Effekten und eingefrorene Kredite durchzuhalten. Unter diesen Umständen konnten die Banken auf die Ausgabe von eigenen Obligationen, die noch in den Statuten der Darmstädter Bank eine gewichtige Rolle spielten, verzichten.

Wenn demgegenüber auf Oesterreich-Ungarn verwiesen wird, wo die Ausgabe von Bankobligationen gesetzlich geregelt ist, so darf hierzu folgendes bemerkt werden:

Den Beginn mit der Emission von Schuldverschreibungen machte hier 1898 die Böhmische Industriebank in Prag, die bis zum Kriegsausbruch für 16 Millionen Kronen langfristige, durch Hypotheken auf Industriegrundstücke gedeckte Bankobligationen ausgegeben hat. Ein am 27. 12. 1905 erlassenes Gesetz brachte Normativbestimmungen über die Ausgabe fundierter Bankobligationen. Hinfort erhielt auf Antrag jede Kreditbank gegen Uebernahme der Verpflichtung, eine Sonderdeckung zu halten, die Befugnis, Anleihen aufzunehmen. Obwohl die meisten Kreditbanken diese Ermächtigung einholten, hat von den Wiener Großbanken nur die Allgemeine Oesterreichische Boden-Credit-Anstalt Bankobligationen im Gesamtbetrage von wenigen Millionen Kronen tatsächlich ausgegeben. Seit der Stabilisierung der österreichischen Währung

ist es nicht wieder zur Emission von Bankobligationen gekommen.

In der Fachpresse wird die Neigung der Wiener Großbanken, eigene Schuldverschreibungen auszugeben, meist auf die steuerrechtliche Benachteiligung der Industrieobligationen zurückgeführt. Zweifellos ist die eigenartige Steuergesetzgebung mit Schuld daran gewesen, daß 1910 in der Donaumonarchie nur ca. 70 Millionen Kronen Industrieobligationen gegenüber 4 Milliarden Mark in Deutschland umliefen. Nun sind aber Obligationen nur ein Weg der Ablösung von Industriedebitoren. Es ist deshalb nicht gut einzusehen, weshalb die Wiener Banken sich so eilig den von ihren Berliner Schwesterinstituten stets grundsätzlich abgelehnten gesetzlichen Vorschriften bezügl. Spezialdeckung und Publikationszwang unterwarfen. Wir sind auch nicht, wie der Wiener Korrespondent der Frankfurter Zeitung der Meinung, daß die Umständlichkeit und Kostspieligkeit dieser Form des langfristigen Industriekredits die Banken veranlaßten, von ihrem Rechte der Obligationen-Ausgabe so geringen Gebrauch zu machen. Wie wäre es sonst wohl zu erklären, daß sich die Banken überhaupt zur Abänderung ihrer Statuten bereitgefunden hatten. Die Höhe der Aktienkapitalien und die Kurshöhe beweisen die heimische wie internationale Beliebtheit der Wiener Bankaktien. Dagegen fanden die Bankobligationen ebensowenig wie die steuerlich benachteiligten industriellen Schuldverschreibungen einen Markt in Oesterreich-Ungarn. Wir führen die Entstehung wie das Versagen der Bankobligationen auf das späte Einsetzen der industriegeschäftlichen Beziehungen der Wiener Großbanken zurück. Die meist in den 50er Jahren des vergangenen Jahrhunderts mit Hilfe von Auslandskapital erfolgte Gründung der Wiener Kreditbanken bezweckte sicherlich zunächst die Schaffung und Förderung des Verkehrswesens und der Industrie. Die stete Finanznot des Staates veranlaßte indessen die neuen Banken, sich dem lukrativen internationalen Rentengeschäft zu widmen. Auch bot die Devisenarbitrage angesichts der Zerrüttung der Währung glänzende Gewinnmöglichkeiten. Erst nach dem endgültigen Uebergang Oesterreichs zur Goldwährung im Jahre 1892 besannen sich die Banken auf ihre ursprüngliche Aufgabe. Es fehlte aber in der wirtschaftlich zurückgebliebenen Donaumonarchie lange an geeigneten Industrieobjekten. Schlimmer noch wirkte sich der Umstand aus, daß beim österreichischen Kapitalistenpublikum nur sehr geringe Neigung für industrielle Werte bestand. Die mangelnde Möglichkeit der Ablösung industrieller Kontokorrentschulden, die, wie das Beispiel der Unionbank zeigt, nicht selten zur Uebernahme ganzer Industriegesellschaften führte, zwang die Banken, nach einem Ausweg Umschau zu halten. Die Bankobligationen sind ein Beweis für die Rückständigkeit des österreichischen Bankwesens auf dem Gebiet des Industriegeschäfts. Die deutschen Kreditbanken hatten auf diesem Gebiet einen Vorsprung von mindestens 20 Jahren. Das Versagen der Bankobligationen zwang die Wiener Banken zur Nachahmung des deutschen Beispiels, doch konnte die kunstvolle Organisation des deutschen Umwandlungsgeschäftes erst nach jahrelanger mühevoller Bearbeitung der industriellen Kundschaft, des Privatpublikums und des Kapitalmarktes auf den Wiener Platz übertragen werden. Charakteristisch für das Zurückbleiben Oesterreichs ist, daß in einer Zeit, wo die deutsche Großindustrie sich von jeder noch so gut gemeinten Bevormundung durch die Banken freigemacht hatte, die österreichische Industrie absolut der Kontrolle des Finanzkapitals unterstand.

Hermann Kurz und Dr. G. Bachmann bemerken in ihrer Schrift „Die schweizerischen Großbanken", daß, soweit es Oesterreich und Ungarn angeht, wohl von einer teilweise weitgehenden Unterwerfung der Industrie unter die Banken gesprochen werden kann[7]). Gustav Stolper nennt die Banken in Oesterreich und den Nachfolgestaaten die Herren der Wirtschaft. Sie bestimmen souverain die Kapitalpolitik der Industrie und entscheiden, ob eine Industrie ihr Kapital vermehren darf oder in Schuldabhängigkeit bleibt[8]).

Eine wesentlich größere Bedeutung als in Oesterreich erlangten die Bankobligationen in der Schweiz. Sie heißen dort meistens Kassenscheine. Ihre Laufzeit beträgt in der Regel 3—5 Jahre „mit nachherigem fixen Verfall, oder mit Kündigungsmöglichkeit auf diesen Termin sowohl von seiten der Bank, als von seiten des Gläubigers"[9]). Mit Ausnahme vereinzelt vorkommender fester Obligationenanleihen sind die Kassenscheine an keiner Börse notiert und unterliegen daher keinerlei Kursschwankungen. Sie können bei sämtlichen Banken jederzeit zu den jeweilig geltenden Zinssätzen gegen Zahlung des auf runde Summen lautenden Obligationenbetrages erworben werden. Die Banken sind, soweit es sich um kleinere Beträge handelt, bereit, Kassenscheine mit geringem Abschlag zurückzunehmen. Auch besteht die Möglichkeit der Lombardierung von Kassenscheinen.

1922 beliefen sich die Obligationengelder der schweizerischen Großbanken auf nicht weniger als 880 Millionen Fr. 1925 machten die Kassenscheine 22 pCt. der Kreditoren dieser Institute aus. Bei den Kantonalbanken, die nicht nur das Hypothekargeschäft pflegen, sondern auch in erheblichem Umfang dem Handel und der Industrie Kredite gewähren, entfielen 1925 1913 Millionen Fr. = 48 pCt. aller fremden Gelder auf Bankkassenscheine. Für Ende 1922 nennt die schweizerische Bankstatistik 4,4 Milliarden Fr. Obligationen, davon 3,54 Milliarden Kassenobligationen. Die gesamten Fremden-Gelder aller schweizerischen Kreditinstitute ausschließlich der Nationalbank betrugen im gleichen Jahr 11,3 Milliarden Francs.

Die schweizerischen Bankobligationen sind lediglich eine besondere Form des gewöhnlichen Depositengeschäftes. Die deutsche Fachpresse weist einmütig auf die ernsten Unzuträglichkeiten hin, die sich noch bei jeder Krise dadurch ergaben, daß ängstlich gewordene Obligationeninhaber die Banken um vorzeitige Einlösung bestürmten[10]). Besonders störend waren in Krisenzeiten solche Obligationen, die ur-

[7]) Zürich und Leipzig 1927, S. 245.

[8]) Gustav Stolper, „Eine neue Kreditform", Der deutsche Volkswirt Nr. 51 vom 16. 9. 1927.

[9]) H. Kurz und G. Bachmann, Die schweizerischen Großbanken Zürich und Leipzig 1927, S. 34.

[10]) Magazin der Wirtschaft Nr. 38 vom 22 8. 1927 „Kapitalbeschaffung durch Bankobligationen". Frankfurter Zeitung Nr. 699 vom 20. 9. 1927 „Die Bankkassenscheine in der Schweiz".

sprünglich auf 3—5 Jahre fest ausgegeben waren, nach Ablauf dieser Zeit aber stillschweigend auf unbestimmte Zeit weiterliefen, jedoch mit dem beiderseitigen Recht der jederzeitigen Kündigung innerhalb von 3 oder 6 Monaten[11]). Gegenüber Beanstandungen dieser Art wenden Hermann Kurz und Dr. G. Bachmann in ihrer prächtigen Schrift „Die schweizerischen Großbanken" ein, „daß dieses Risiko ebenso gut oder noch in gesteigertem Maße für die jederzeit kündbaren Kontokorrentguthaben besteht". Ein Run auf eine Bank wird ihrer Meinung nach „nicht in erster Linie die Obligationeninhaber an die Kassenschalter der Bank bringen, sondern die Kontokorrent-Kreditoren, die keinen Verfalltag abzuwarten haben"[12]). Diese Argumente sind nicht ganz richtig. Die beiden hervorragenden schweizerischen Bankpraktiker bemerken selbst, daß ein sehr erheblicher Teil der Obligationengelder ihrer Banken Ersparnisse der kleinen Leute darstellt[13]). Diese „kleinen Leute", die als Einleger für die deutschen Großbanken nicht in Frage kommen, sind es aber, die in Panik- und Krisenzeiten zuerst zu den Schaltern der Banken eilen. Ihr Verhalten wirkt überaus ansteckend auf die Kontokorrentgläubiger und führt dann leicht zu ernsten Erschütterungen der Kreditmärkte. Wichtiger ist noch ein anderes Moment. Den Banken bietet die Ausgabe von Kassenscheinen die willkommene Möglichkeit, sich im langfristigen industriellen Kreditgeschäft, sowie im Konsortial- und Emissionsgeschäft zu betätigen. In der Schweiz hat die kleine und mittlere Industrie noch wesentlich größere Bedeutung als bei uns in Deutschland. Ihr ist ebenso wie der deutschen Fertigindustrie wegen der relativen Geringfügigkeit ihrer Kreditbedürfnisse und des häufigen Fehlens der juristischen Form der Aktiengesellschaft der Weg zum organisierten Kapitalmarkt im allgemeinen verschlossen. Die schweizerischen Kreditbanken benutzen aber die ihnen aus dem Verkauf von Kassenscheinen zuströmenden Mittel dazu, der St. Gallener Stickereiindustrie und den übrigen vielen Fertigindustrien Anlagekredit in der Form des Kontokorrentkredits zu erteilen. Im Fall des niemals ausgeschlossenen Versagens der Kassenscheine besteht aber für die Kreditbanken kein Rückgriffsrecht auf die Nationalbank. Man kann zwar zur Not auch eingefrorene Industriedebitoren in die Wechselform kleiden, doch weigert sich in diesem Fall das schweizerische Noteninstitut mit Recht, von seiner Garantiefunktion Gebrauch zu machen. Die Nationalbank schließt Finanzwechsel ausdrücklich vom Rediskont aus.

Bankkassenscheine sind daher kein restlos befriedigendes Mittel der Ablösung industrieller Debitoren. Ihre Verwendung bedeutet noch nicht die Lösung des langfristigen Kreditproblems der Fertigindustrie. Die Einführung von Bankobligationen in Deutschland halten wir um so mehr für undiskutabel, als ein regelmäßiger Absatz von Schuldverschreibungen deutscher Banken ohne Börsennotiz ganz unmöglich ist. Die Großbanken hätten in diesem Fall die Pficht, stärkere Kursrückgänge ihrer Obligationen zu verhindern, weil die Rücksicht auf die kurzfristigen Einlagen es nicht erlaubt, ihren Kredit irgendwelchen Diskussionen auszusetzen. Hochkonjunktur und Krise sind Zeiten stärkster Kreditanspannung. Der Zwang, während der Krise auch noch den Kurs der Obligationen zu halten, wäre nicht nur lästig, sondern unter Umständen sogar außerordentlich gefährlich.

Gewiß weiß man, welche Banken hinter den einzelnen Industriegesellschaften stehen. Deshalb ist es für die Banken aber noch niemals notwendig gewesen, den durch den Wechsel der Konjunktur bedingten Kursschwankungen der von ihnen emittierten Industrie-Aktien und -Obligationen regulierend entgegenzutreten. Die Erfahrung lehrt, daß selbst Börsenderouten dem Ansehen der Berliner Großbanken keinerlei Abbruch getan haben. Man wird daher den Banken zustimmen, wen sie es vorziehen, lieber das Aktienkapital zu erhöhen, als zur Ausgabe eigener Obligationen zu schreiten.

III.

Wenn wir Bankobligationen als ein ungeeignetes Mittel der Kapitalbeschaffung bezeichnen, so entbinden wir damit die Banken keineswegs von der Pflicht, der Kreditnot der mittleren Industrie ernstere Beachtung zu schenken. Es geschieht dies keineswegs nur im Interesse der unter dem Mangel an langfristigen Krediten schwer leidenden deutschen Fertigindustrie. Wir halten vielmehr die Beseitigung dieses Strukturfehlers in der Kreditwirtschaft geradezu für eine Lebensfrage der Kreditbanken.

Es ist hier nicht der Ort, im einzelnen zu untersuchen, wie diese Lücke in der Kreditversorgung entstanden ist. Wir wehren uns allerdings mit allem Nachdruck gegen die Auffassung, als ob die verarbeitende Industrie lediglich wegen Fehlens geeigneter Kreditablösungsmöglichkeiten zum Aschenbrödel unter den Kreditsuchenden geworden ist. Die Bevorzugung der industriellen Großbetriebe lag im Zug der Zeit. Sie hängt mit der Bankenkonzentration und der Kartellierung und Syndizierung der Großindustrie ursächlich zusammen. Der unglückliche Ausgang des Krieges hat die Struktur der deutschen Wirtschaft von Grund auf geändert. Kein Geringerer als Hugo Stinnes hat schon 1919 vor der Sozialisierungskommission offen bekannt, daß nach der Abtretung von Elsaß-Lothringen und dem Ausscheiden Luxemburgs aus dem deutschen Zollverband die Zukunft Deutschlands bei der verarbeitenden Industrie liegt. Letztere zu entwickeln muß das vornehmste Ziel der deutschen Wirtschaftspolitik sein. Dieser Aufgabe können und wollen sich die Großbanken nicht entziehen.

Falsch ist Hechts[14]) Vorwurf, daß in Deutschland eine sachgemäße Organisation des industriellen Kredits unterblieben ist. Die in keinem anderen Land je erreichte Förderung der Industrie wäre nicht möglich gewesen, wenn, wie Hecht es annahm, bei den Kreditbanken der industrielle Kredit, im Gegensatz zum Handelskredit, keine selbständige Ausbildung erfahren hätte. Die von Hecht 1908 vorgeschlagene, 1925 verwirklichte Industrieschaft bedeutet eine Rückbildung, die nur als ganz vorübergehende Notmaßnahme in Kauf genommen werden kann.

---

[11]) Frankfurter Zeitung Nr. 699 vom 20. 9. 1927 „Die Bankkassenscheine in der Schweiz".

[12]) H. Kurz und G. Bachmann, a. a. O. S. 36.

[13]) H. Kurz und G. Bachmann, a. a. O. S. 37.

[14]) Hecht, Die Organisation des langfristigen industriellen Kredits". Veröffentlichungen des mitteleuropäischen Wirtschaftsvereins, Berlin 1908, S. 62/63.

Volkswirtschaftliche wie betriebswirtschaftliche Erwägungen verbieten die Herausnahme des Anlagekredits aus dem Aufgabenkreis der Kreditbanken.

Die von N. E. Weill-Frankfurt, Hecht und anderen vertretene Forderung der einseitigen Verweisung des Anlagekredits auf den Kapitalmarkt ist weder vom volkswirtschaftlichen, noch vom privatwirtschaftlichen Standpunkt aus zu rechtfertigen. Jedes gut geleitete Unternehmen wird es vorziehen, sich in Zeiten teuren Geldes für unaufschiebbare Investitionen auf einige Monate mittels Kontokorrent- oder Akzeptkredits kurzfristig zu verschulden, anstatt jahrelang hohe Obligationenzinsen zu zahlen. Umgekehrt beschränken sich die industriellen Aktiengesellschaften in der Depression nicht auf die Konsolidierung kurzfristiger Schulden, sondern nutzen die günstige Lage des Kapitalmarkts durch Placierung von Emissionen aus, deren Erlös sie zunächst auf dem Geldmarkt ausleihen. Aber auch das von Plenge nachgewiesene, infolge massenhafter Erschließung von Geldkapital durch das moderne Bankwesen entstandene, relative Ueberangebot auf dem Geldmarkt macht es notwendig, einen Teil seines Ueberflusses dauernd dem Kapitalmarkt zuzuführen. Durch die Hinüberleitung von Geldmarktmitteln zum Kapitalmarkt wird die sonst drohende starke Diskrepanz zwischen den Märkten verhindert. Hierin liegt eine der vornehmsten Aufgaben der Kreditbanken, die zu erfüllen sie allein das Kontokorrentgeschäft befähigt.

Aus dem Rechenschaftsbericht der Sächsischen Landespfandbriefanstalt für das Jahr 1926 geht hervor, daß von ihren insgesamt 42,06 Millionen Mark langfristigen Krediten 39 pCt. der Konsolidierung kurzfristiger Schulden, 19 pCt. der Verstärkung von Betriebsmitteln und nur 42 pCt. der Neuerrichtung von Anlagen dienten.

Durch die Beschränkung auf das industrielle Hypothekargeschäft ist es für die Sächsische Landespfandbriefanstalt ganz unmöglich, ungesunde Investitionen zu verhindern. Sie ist kaum in der Lage, festzustellen, wieviele der Kreditheischenden sich nur deshalb an sie wenden, weil die bisherigen Geldgeber sie wegen schlechter Führung der Geschäfte zur Abdeckung kurzfristiger Verbindlichkeiten anhielten.

Für die zu Ablösungszwecken hergegebenen Gelder fehlt es an der von den Anhängern der planwirtschaftlichen Kreditpolitik geforderten, von einsichtigen Großbankleitern längst verwirklichten Kreditkontrolle. Aber auch bei denjenigen Krediten, die der Neuschaffung von Anlagen dienen, hat die Industrieschaft nur eine registrierende Funktion. Indem sie außerhalb des regulären Kreditgeschäfts steht, besitzt die Sächsische Landespfandbriefanstalt keinerlei Uebersicht über die tatsächliche Verwendung der Gelder.

Die fehlende, nur aus dem Kontokorrentgeschäft erhältliche Kenntnis der subjektiven Fähigkeiten der Leiter, sowie der wirklichen Rentabilität der Unternehmungen, zwingt die Industrieschaften, sich bei der Festsetzung der Kredite lediglich an den Wert der zum Pfand angebotenen Grundstücke zu halten. Damit sind aber den Ausdehnungs- und Rationalisierungswünschen der mittleren Industrie enge Grenzen gesetzt. Nach den bisherigen Erfahrungen scheint die statutarisch festgelegte Beschränkung der Kredite auf 30 pCt. des Schätzungswertes industrieller Grundstücke die Sächsische Landespfandbriefanstalt davor bewahrt zu haben, den Staat aus seiner Mithaftung für die ausgegebenen Pfandbriefe in Anspruch zu nehmen. Dafür ist die Kredithilfe für die Fertigindustrie derart unzureichend, daß diese gezwungen ist, bei den Kreditbanken im Wege des Kontokorrentkredits zusätzlichen Anlagekredit zu beantragen. Man kann es aber den Privatbanken nicht verdenken, daß sie den ihrer materiellen Pfänder weitgehend beraubten, zudem noch durch die teilweise Solidarhaft belasteten Unternehmungen für solche Zwecke grundsätzlich keine Mittel mehr zur Verfügung stellen.

So ist es zu verstehen, wenn die Landesbank der Rheinprovinz für den Fall der Emission einer Industrieanleihe die Absicht aussprach, die hereinkommenden Gelder der Industrie nicht direkt, sondern durch Vermittlung der einzelnen örtlichen Sparkassen zuzuleiten. Letztere sollten die Verteilung der Kredite unter ihrer eigenen Verantwortung und unter ihrer Haftung gegenüber der Landesbank auf Grund ihrer lokalen Kenntnisse und Erfahrungen vornehmen[15]). In der klaren Erkenntnis, daß dieses Risiko für sie nur dann tragbar wäre, wenn sie die Möglichkeit hätten, die Wirtschaftslage der Kreditnehmer dauernd zu kontrollieren, stellten die Sparkassen die Bedingung, daß die mittlere Industrie der Rheinprovinz ihnen ihr gesamtes Kontokorrentgeschäft übertragen müßte.

Verbinden wir diese nur betriebswirtschaftlich begründeten Forderungen der Sparkassen mit den Erkenntnissen der volkswirtschaftlichen Bankpolitik, so wird offenbar, daß die Industrieschaften in dem Augenblick zur Dauerinstitution werden, wenn sie der Deutschen Girozentrale und der Landesbankenzentrale angegliedert werden und die Unterorganisationen dieser Spitzeninstitute sich zur zielbewußten Pflege des Kontokorrentgeschäftes nicht nur des gewerblichen Mittelstandes, sondern auch der gesamten deutschen Fertigindustrie entschließen. Dabei wäre ein Hand-in-Hand-arbeiten mit den Kreditgenossenschaften, der Preußenkasse, den Staatsbanken und der Reichsbank unvermeidbar.

Damit wäre ohne die Verwirklichung der utopistischen Vorschläge Robert Deumers der entscheidende Schritt zur Verstaatlichung des Kredits getan. Die Kreditbanken würden so stark an Bedeutung verlieren, daß das öffentliche Bankwesen die unbestrittene Führung in der Verwaltung des volkswirtschaftlichen Betriebskapitals und der Kreditversorgung der Wirtschaft hätte. Diese Konsequenz wird je nach Weltanschauung begrüßt oder verdammt werden. Ich stehe nicht an, als Forscher und als Praktiker offen und laut zu bekennen, daß die Mutualisierung des Kredits als ein nationales Unglück zu beurteilen wäre. Die deutsche Industrie braucht in ihrem Kampf um den Weltmarkt ein starkes privates Bankwesen. Die Verstaatlichung des Kredits würde die Wirtschaft bürokratisieren und sie der individuellen Schöpferkraft berauben, die die wichtigste Quelle der wirtschaftlichen Entwicklung ist.

Auch wer die Gefahr der Verstaatlichung des Kredits für nicht akut hält, wird mit uns darin übereinstimmen, daß es notwendig ist, die vorbildliche

[15]) Robert Pferdmenges, Köln, Kreditversorgung der mittleren Industrie, Bank-Archiv XXVI, Nr. 22, vom 15. 8. 1927, S. 471.

Organisation der Berliner Großbanken in den Dienst der langfristigen Kreditversorgung der deutschen Fertigindustrie zu stellen.

Mit Recht wehrt sich Riesser[16]) gegen die von Georg Bernhard[17]) im Magazin der Wirtschaft vertretene Ansicht, daß unsere Kreditbanken sich dem Typus der englischen Depositenbanken nähern. Alle Bestrebungen, die deutschen Banken aus dem Anlagekreditgeschäft herauszudrängen, sind ebenso falsch wie Albert Hahns[18]) Versuch, Adolf Webers Meisterwerk durch die Behauptung zu widerlegen, daß das Umwandlungs- und Gründungsgeschäft der Kreditbanken eine ganz untergeordnete Rolle spielt. W. Zimmermann[19]) leistete durch seine Kritik in der „Bank" den Kreditbanken einen größeren Dienst als der Bankdirektor Albert Hahn.

Eine Möglichkeit, das Verlangen der Fertigindustrie nach Anlagekredit wenigstens teilweise zu befriedigen, erblicken wir in der Errichtung eines gemeinsamen Instituts aller Groß- und Provinzbanken, das sich die Ausgabe von Sammelobligationen der mittleren Industrie zur Aufgabe macht. Die „Bank für Industrie-Obligationen" würde jegliche staatliche Garantie ebenso wie staatliche Aufsichts- und Deckungsbestimmungen entschieden zurückweisen. Jede Bank hätte im Rahmen eines leicht zu gewinnenden Schlüssels das Recht, für die von ihr betreuten Firmen Sammelobligationen bei der neuen Bank zu beantragen, für die sie der „Bank für Industrieobligationen" gegenüber die selbstschuldnerische Bürgschaft übernehmen würde. Außerdem wären die Obligationen durch die Solidarhaft aller Banken dem Anlagepublikum schmackhaft zu machen. Ein Teil der Börsenkredite wäre dem Markt der neuen Obligationen dienstbar zu machen. Eine besondere hypothekarische Sicherheit erübrigte sich, doch bliebe es jeder Bank unbenommen, sich materielle Pfänder übereignen zu lassen. Die neue Bank wäre der Stempelvereinigung zu unterstellen. Sie würde ein ganz geringes Personal benötigen.

Der Augenblick wäre der Verwirklichung dieses Planes günstig. Die Bilanzen der Girozentralen für die Jahre 1926 und 1927 lassen auf ein überaus geringes Privatgeschäft der öffentlichen Banken schließen. Dies, obwohl Präsident Dr. Kleiner anläßlich der Bilanzveröffentlichung der Deutschen Girozentrale im Frühjahr 1927 die Kreditversorgung der mittleren und kleineren Industrie als Hauptaufgabe der Girozentralen bezeichnete. Die Finanznot der Kommunen macht für lange Zeit die Verwirklichung dieser Bestrebungen der öffentlichen Banken illusorisch.

Den vielen Vorzügen eines gemeinsamen Ablösungsinstituts aller Privatbanken für Kontokorrentkredite der mittleren Industrie stehen indessen gewichtige Bedenken gegenüber.

Theorie und Praxis wissen sich darin eins, daß von einer guten Liquidität der Banken nur dann gesprochen werden kann, wenn drei Voraussetzungen erfüllt sind. Die Reichsbank muß als Schlußstein des Kreditgebäudes imstande sein, den Kreditbanken gegenüber als Liquiditätsgarantin zu dienen. Neben der steten Rückgriffsmöglichkeit auf das Zentralnoteninstitut benötigen die Banken einen starken freien Geldmarkt. Dank des engen Zusammenarbeitens zwischen Reichsbank und Kreditbanken ist ein allmähliches Wiedererstehen des Akzeptkreditgeschäfts zu beobachten. Trotz der Hilfe der ausländischen Kreditmärkte besitzt indessen der Markt für Privatdiskonten noch nicht entfernt die Stärke der Vorkriegszeit. Gibt schon die Schwäche des freien Geldmarktes zu denken, so zwingt erst recht das im Verhältnis zur Kapitalnachfrage noch immer zu geringe Angebot auf dem Kapitalmarkt die Kreditbanken zu einer überaus vorsichtigen Kreditpolitik.

Die Schaffung einer besonderen Effektensubstitutionsgesellschaft zugunsten der deutschen Fertigindustrie bedeutet keine Vermehrung, sondern lediglich eine andere Verteilung des vorhandenen Kapitalangebots. Bei dem an sich berechtigten Hunger der mittleren Industrie nach langfristigem Anlagekredit wird aber die Aussicht auf verstärkte Ablösung von Kontokorrentschulden zu einer außerordentlich großen Inanspruchnahme der Kreditbanken führen. Die zusätzliche Kreditnachfrage der Fertigindustrie wird den Umfang dessen, was der Großindustrie an Krediten gekürzt werden kann, weit übersteigen. Die zwangsweisen Emissionen der großen industriellen Aktiengesellschaften werden die Mittel des Kapitalmarktes schnell erschöpfen. Das Privatkapitalistenpublikum wird die Schuldverschreibungen der Großindustrie lieber kaufen als die neu einzuführenden Sammelobligationen der mittleren Industrie. Hinzu kommt, daß der Aktienmarkt nach wie vor die unbestrittene Domäne der großen Gesellschaften sein wird. Die Folge wird sein, daß die Kreditbanken an Stelle von Kontokorrentdebitoren lediglich Obligationen der Fertigindustrie besitzen. Zu der zahlenmäßigen Vermehrung der Kredite gesellt sich somit eine bedenkliche qualitative Verschlechterung der Aktiva der Kreditbanken. Die Reichsbank ist nicht imstande, im Bedarfsfall Anlagekredite in Zahlungsmittel auszumünzen. Falls die Menge der jährlich herauszubringenden Sammelobligationen von vornherein nicht streng begrenzt wird, bedeutet die Errichtung des neuen Instituts eine schwere Bedrohung der Liquidität aller Kreditbanken. Die Fertigindustrie darf daher den Umfang der ihr nach Verwirklichung der Kreditablösungsmöglichkeiten in Aussicht stehenden Hilfe keineswegs überschätzen.

Die vorgeschlagene Aktion bedeutet erst dann für die mittlere Industrie eine fühlbare Linderung ihrer Kreditnot, wenn es gelänge, den Sammelobligationen einen breiten Markt im Ausland zu erschließen. Die Notwendigkeit, die durch die Garantie sämtlicher Banken gesicherten Schuldverschreibungen auf den ausländischen Kreditmärkten unterzubringen, wird indessen die Bedenken besonders der Großbanken gegen die Errichtung einer besonderen Industriebank noch verstärken. Sie fürchten mit Recht, daß durch die Vermischung ihres Risikos mit demjenigen zahlreicher Industriezweige ihr Kredit im Auslande leiden könnte. Es ist etwas anderes, ob eine Bank Effekten eines noch so eng mit ihr verbundenen Kunden emittiert, oder aber Industrieobligationen zur Zeichnung auflegt, für deren Rückzahlung sie haftet. Wir schlagen daher in An-

[16]) J. Riesser, Zur Organisation und Politik des deutschen Bankwesens, Bank-Archiv XXVI, Nr. 5, vom 1. 12. 1926, S. 128.

[17]) Magazin der Wirtschaft vom 17. 9. 1925, „Die Zukunft des Bankgewerbes".

[18]) Depositenbanken und Spekulationsbanken, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Jahrg. 1923 Heft 1.

[19]) W. Zimmermann, Depositenbanken und Spekulationsbanken, Die Bank 1923, September-Heft S. 533.

lehnung an einen 1909 in der Deutschen Wirtschaftszeitung[20]) veröffentlichten Plan des Kartellsachverständigen S. Tschierschky vor, daß an Stelle der Banken die Spitzenorganisationen der deutschen Fertigindustrie ein Zentralobligationsinstitut errichten. Es muß den berufenen Führern der deutschen Kreditbanken vorbehalten bleiben, im einzelnen zu untersuchen, wie das Zusammenarbeiten mit dem neuen Ablösungsinstitut zu erfolgen hätte. Schon die Notwendigkeit der Kontingentierung der Sammelobligationen macht eine paritätische Besetzung des Aufsichtsrats der neuen Gesellschaft durch Vertreter der Fertigindustrie wie der Banken erforderlich. Die Emission der Obligationen hätte durch ein möglichst alle Banken umfassendes Konsortium zu erfolgen.

Wir sind uns bewußt, daß auch unser letzter Vorschlag keineswegs sämtliche Bedenken gegen die Einführung von Sammelobligationen zerstreut. Das langfristige Kreditproblem der mittleren Industrie ist aber von derart großer Bedeutung, daß der vorgeschlagene Weg es verdient, zur Diskussion gestellt zu werden.

Das Zinsproblem der Auslosungsrechte.

Von Dr. jur. **Herbert v. Breska**, Berlin.

Die Regelung, welche das Reich und überhaupt die öffentliche Hand den alten Anleihen zukommen ließ, hat bekanntlich im Publikum und ganz besonders auch bei den berufsmäßigen Börsenleuten eine außerordentliche Verärgerung hervorgerufen. Die Verhältnisse bei dem Neubesitz, die schon oft genug besprochen worden sind und bei denen gewisse — wenn auch unrichtige — politische Sentimentalitäten die Lage komplizieren, mögen hier unerörtert bleiben. Dagegen soll die Aufmerksamkeit erneut auf die verfehlte und vor allem unpraktische Ausstattung, welche der Altbesitz gefunden hat, hingelenkt und Vorschläge zu einer besseren Behandlung desselben gemacht werden. Die nachstehenden Anregungen sollen, worauf schon eingangs ausdrücklich hingewiesen sei, nicht eine grundlegende Aenderung des Anleiheablösungsgesetzes befürworten; sie werden so beschaffen sein, daß das Reich nicht nötig haben wird, jährlich mehr Mittel für die Verzinsung und Tilgung der Auslosungsrechte in den Reichshaushalt einzustellen, als es bisher getan hat.

Der Altbesitzer erhält bekanntlich einen sogenannten Auslosungsschein, lautend über 2½ pCt. des alten Papiermarknennwerts, fest verbunden mit einem Stück Ablösungsanleihe der von der Neubesitz„regelung" her unrühmlich bekannten Art. Das letztere Wertpapier hat übrigens zur Zeit gar keine Bedeutung, da es, wenn der Auslosungsschein gezogen ist, mit abzuliefern ist. Das Auslosungsrecht selbst wird zum fünffachen Nennwert — neuerdings auch Rückzahlungswert genannt — gezogen, und zwar derart, daß jedes Jahr genau der gleiche dreißigste Teil der gesamten zur Ausgabe gelangten Auslosungsscheine getilgt wird. Das Papier ist mit 4½ pCt. verzinslich (berechnet vom fünffachen Nennwert = 12½ pCt. des alten Nominales), aber nicht mit Kupons versehen. Deshalb werden stets nur die Zinsen derjenigen Stücke, welche zur Ziehung gelangt sind, bezahlt, während die Kapitalerträge der übrigen Scheine diesen sozusagen nur intern zuwachsen. Wird ein Auslosungsrecht zum Rückzahlungswert von 1000 M also nach 3 Jahren gezogen, so erhält man $1000 + 3 \times 45 = 1135$ M; bei der Verlosung nach 20 Jahren würde die zur Zahlung kommende Summe $1000 + 20 \times 45 = 1900$ M betragen. Es bestehen gewisse, für absehbare Zeit aber nur auf dem Papier stehende Möglichkeiten einer schnelleren Tilgung, die mit einem Gegenwartswert nicht zu veranschlagen sind.

Die Ausstattung des hier besprochenen Papiers dürfte in der Geschichte des Effektenhandels noch nicht dagewesen sein. Sie wurde seinerzeit hauptsächlich damit begründet, es sei technisch nicht möglich oder zu teuer, bei kleinen oder kleinsten Beträgen Zinsen laufend auszuzahlen. Auf diesen Einwand wird an späterer Stelle noch einzugehen sein.

Die Form, in welcher die Auslosungsscheine herausgebracht sind, hat im Publikum denkbar schlechte Aufnahme gefunden. Die Mißliebigkeit des erwähnten Effekts hat zur Folge, daß der Kurs auf ca. 51—52 pCt. gesunken ist. Der wesentliche materielle Grund hierfür ist natürlich das Fehlen einer Rente, auf welche die früheren Besitzer von Vorkriegs- und Kriegsanleihen rechnen und auf die sie angewiesen sind. Börsentechnisch kommt noch hinzu, daß ein großer Teil gerade der Altbesitzer in schwere Not geraten und gezwungen ist, das ihm aufgedrängte Lospapier wohl oder übel zu verkaufen. Da die Börsennotiz zurzeit äußerst niedrig ist, wirkt sich also die fehlende Rente denkbar unsozial aus. Kursdrückend wirkt ferner, daß fast der gesamte ausländische Besitz, insbesondere der bedeutende elsaß-lothringische, sofort nach Ausreichung der Stücke oder bald darauf verkauft wird. Nun gibt es schließlich bei jedem Papier Verkäufer, und auch ein stärkeres Angebot wird bei anderen Effekten von der Börse doch aufgenommen. Nicht so ist aber die Lage bei den Auslosungsrechten. Das deutsche Publikum, welches festverzinsliche Werte zu erwerben wünscht, will kein Lospapier und kauft demnach die Auslosungsrechte so gut wie gar nicht. Auch das Ausland hat für die komplizierte Ausstattung keinerlei Verständnis und lehnt Erwerb in größerem Umfange gleichfalls wegen der fehlenden Verzinsung ab. Die zur Veräußerung gestellten Beträge werden daher unter fortwährendem Nachgeben des Kurses wohl in der Hauptsache von öffentlichen oder halböffentlichen Stellen aufgenommen.

In der Presse sind verschiedentlich Berechnungen vorgenommen worden, aus denen sich ergibt, daß bei dem heutigen Kursstande unter Berücksichtigung des durchschnittlich nach den Gesetzen der Wahrscheinlichkeit zu erwartenden Ziehungsgewinnes eine Rente von 9½—10 pCt. anfällt, und zwar — was die Auslosungsscheine vorteilhaft gegenüber allen anderen Papieren auszeichnen würde — auf die Dauer von 30 Jahren. Die gemachten Feststellungen sind sicher zutreffend; sie übersehen aber einen wesentlichen Punkt. Die Rente ist nämlich anfangs erheblich niedriger, steigt allmählich mit den Jahren und erreicht ihren höchsten Wert erst nach Ablauf der erwähnten drei Jahrzehnte. Beispiel: Herr Emptor kauft zum Kurse von 50 pCt.

[20]) Nr. 8, S. 346/355.

150 000 M Auslosungsrechte; 5000 M[1]) (der 30. Teil) gelangen Ende 1928 zur Ziehung und werden einschließlich 3 Jahre Zinsen mit 5675 M zurückgezahlt. Es beträgt dann der Zinseingang 675 M, der Ziehungsgewinn 2500 M = 3175 M, so daß bei einem aufgewendeten Kapital von 75 000 M sich nur die ganz ungenügende Verzinsung von 4,23 pCt. ergibt. Allmählich, aber nur äußerst langsam, erhöht sich einmal die Ziehungswahrscheinlichkeit, andererseits auch der Zinsbetrag, so daß beide Koeffizienten mit der Zeit die Rente heraufsetzen. Das geht indessen so langsam vor sich, daß in der jetzigen schnelllebigen Welt mit ihren häufigen überraschenden Veränderungen auf dem Effekten- und Zinsmarkt dieser in weiter Ferne liegenden Rentenverbesserung keine besondere Aufmerksamkeit geschenkt wird, vielmehr nur die Lage bezüglich der nächsten Jahre in Rücksicht gezogen wird. Letztere führt aber den präsumtiven Käufer von Auslosungsrechten immer wieder auf das Resultat zurück, daß das von der Norm völlig abweichende Lospapier auch unter Berücksichtigung aller in ihm liegenden Chancen zunächst keinen vernünftigen Ertrag gewährleistet.

Soweit die tatsächliche im Augenblick vorhandene Situation. Es fragt sich, wie man dem Altbesitzer helfen kann, ohne das Reich überhaupt oder wesentlich zu belasten. Dazu ist auf die etatrechtliche Behandlung des Anleihedienstes einzugehen.

§ 15 des Anleiheablösungsgesetzes lautet:

„Für die Einlösung der Auslosungsrechte ist jährlich ein gleicher Betrag in dem Reichshaushaltsplan einzusetzen. Die Beträge sind einem Tilgungsfonds zuzuführen. Soweit der Inhalt des Tilgungsfonds nach dem Tilgungsplan erst in späteren Rechnungsjahren zu verausgaben ist, ist er verzinslich anzulegen. Die dem Tilgungsfonds zuzuführenden Beträge sind so zu bemessen, daß sie unter Hinzurechnung der Zinseinnahmen, die bei einem Zinssatz von 6 vom Hundert zu erzielen sind, den gesamten Tilgungsaufwand erreichen."

Zu dieser Bestimmung äußert sich der Kommentar von Neufeld folgendermaßen:

„1. . . . . .

2. Die Regelung entspricht einer geordneten Etatwirtschaft. Sie verfolgt das Ziel, daß die jährliche Belastung des Reichshaushalts durch die Aufwendungen für die Tilgung der Anleiheablösungsschuld während der ganzen Tilgungsdauer die gleiche bleibt. Ohne sie würden die Ausgaben in den späteren Jahren der Tilgung erheblich höher sein als in den ersten Jahren, weil das jährlich zu tilgende Kapital stets gleich bleibt, zu diesem aber in den späteren Jahren höhere Zinsauszahlungen hinzutreten. Bei einem Gesamtnennbetrage der Auslosungsrechte von z. B. 500 Millionen RM sind im ersten Jahre rund 87 Millionen RM, im 29. Jahre dagegen rund 192 Millionen RM zur Tilgung und Verzinsung aufzuwenden.

3. Die Vorschrift der verzinslichen Anlage des Fonds vermindert die aus allgemeinen Mitteln aufzuwendenden Leistungen des Reiches für die Anleihetilgung, da durch die aufkommenden Zinsen des erst in späteren Jahren benötigten Teiles des Tilgungsfonds ein Teil des Tilgungsaufwands aufgebracht wird.

4. Da jährlich ein gleicher Betrag dem Tilgungsfonds zuzuführen ist, so wirken sich außerordentliche Tilgungen nach §§ 28 ff. erst in den letzten Jahren aus, wenn der Inhalt des Tilgungsfonds den dann noch ausstehenden Tilgungs- und Zinsbetrag erreicht hat."

Die Vorschriften des § 15 in Verbindung mit den Bemerkungen des Kommentators, welcher der zuständige Sachbearbeiter im Reichsfinanzministerium ist, müssen das lebhafteste Interesse der Altbesitzer erwecken; denn aus ihnen ergibt sich ganz klar, daß das Reich zurzeit in den Etat für den Anleihedienst sehr viel mehr einstellt, als es in Form von Zinsen und Ziehungsbeträgen den Besitzern der Auslosungsrechte zur Verfügung stellt. Diese Behauptung möge an Hand des Etats belegt werden. Im Haushalt der Reichsschuld (Anlage XIV) für das Rechnungsjahr 1928 finden sich auf Seite 11 in den Erläuterungen zu Kapitel 5 Titel 32 folgende Ausführungen:

„Der Betrag der zuzuerkennenden Auslosungsrechte ist auf mindestens 960 000 000 RM zu veranschlagen. Dieser Summe entspricht ein Betrag von Altbesitzanleihen im Umtauschwert von 38 400 000 000 Mark. Die endgültige Feststellung des jährlich erforderlichen Betrags kann erst nach Feststellung des Gesamtbetrages der zu gewährenden Auslosungsrechte erfolgen. Diese Feststellung wird voraussichtlich im Rechnungsjahre 1927 abgeschlossen. Der Jahresbedarf für die dreißigjährige Tilgung von Auslosungsrechten im Nennbetrag von 960 000 000 RM, der einem Einlösungbetrag von 4 800 000 000 RM entspricht, wozu noch die Zinsen zu 4½ pCt. jährlich treten, beträgt 240 000 000 RM."

Die letztere Ziffer gibt die genaue Möglichkeit, die Höhe desjenigen Betrages zu errechnen, der im Jahre 1928 dem im § 15 a. a. O. erwähnten Tilgungsfonds zugeführt wird. Von 4,8 Milliarden ist der dreißigste Teil = 160 Millionen zu verlosen. Zu dieser Summe treten noch Zinsen von 3 Jahren = 21,6 Millionen hinzu, woraus sich ein Gesamtbetrag von 181,6 Millionen ergibt. Die Differenz zwischen diesem Betrage und den obenerwähnten 240 Millionen beläuft sich also auf 58,4 Millionen.

Wie sich aus den weiteren Erläuterungen a. a. O. ergibt, sind in den Jahren 1926 bis 1927 157,2 Millionen bzw. 292,8 Millionen, zusammen 450 Millionen für den Dienst der Auslosungsrechte zur Verfügung gestellt worden. Da man zuerst die Menge des vorhandenen Altbesitzes unterschätzt hatte, sind in den jetzigen Reichshaushalt noch nachträglich rund weitere 30 Millionen eingestellt worden, so daß man auch für die beiden vergangenen Jahre auf eine Ziffer von je 240 Millionen gelangt. Danach ergibt sich folgendes Bild:

1926 zu verlosen . . .	160	Millionen
Zinsen für 1 Jahr . .	7,2	„
1927 zu verlosen . . .	160	„
Zinsen für 2 Jahre .	14,4	„
1928 zu verlosen . . .	160	„
Zinsen für 3 Jahre .	21,6	„
zusammen	523,2	Millionen

[1]) Im Jahre 1928 beträgt die Verlosungschance genau gerechnet $^1/_{28}$.

Der für den Anleihedienst im ganzen in die drei Etats eingestellte Aufwand beträgt 3 × 240 Millionen = 720 Millionen minus Zinsen und Verlosungen für die 3 erwähnten Jahre in Höhe von 523,2 Millionen = 196,8 Millionen.

Hieraus geht hervor, daß das Reich in Form des Tilgungsfonds im Jahre 1928 einen Betrag von nicht weniger als 196,8 Millionen aufgespeichert haben wird, zu welcher Summe noch die im § 15 erwähnten Zinsen hinzutreten. Geht man nur von einer 6prozentigen Verzinsung aus — zurzeit sind bekanntlich mit Leichtigkeit 8½ pCt. für langfristige Anlagen zu erzielen —, so erbringt dieser Fonds jetzt jährlich ca. 12 Millionen. Die ansteigenden Zinserträge des Tilgungsfonds gleichen also den größten Teil der wachsenden Lasten aus der Verzinsung der Auslosungsscheine aus, besonders wenn man einen höheren Satz als 6 pCt. zugrunde legt. Ganz langsam nur verringert sich im ersten Jahrzehnt das Tempo des Wachstums.

Es findet also eine außerordentliche Thesaurierung auf seiten des Reiches statt. In einem geradezu erstaunlichen Maße wird die Gegenwart zugunsten der Zukunft belastet. Damit das Reich nicht etwa in der Zeit von 1946—1955 (!) zu hoch in Anspruch genommen wird, sammelt man jetzt neunstellige Ziffern an. Vom Standpunkte des Altbesitzers aus gesehen werden zurzeit rund 25 pCt. von dem Betrage, der ihm an sich zugedacht ist, vom Reich zurückgehalten, verzinslich angelegt, um ihm dann später einmal nach 15, 20 oder 30 Jahren in Form der aufgelaufenen Zinsen zur Verfügung gestellt zu werden.

Das ist eine so unmögliche Regelung, daß m. E. der Tilgungsfonds schnellstens beseitigt werden sollte. Jeder einzelne Altbesitzer wird das vom Reich eingesperrte Geld wirklich besser verwenden und nutzen können als der Fiskus[2]).

Die ganze jetzige Regelung des Tilgungsfonds mag vielleicht vom mathematischen etatmäßigen Standpunkt normaler Zeitverhältnisse richtig sein; so, wie die Dinge jetzt liegen, ist sie wirtschaftlich nicht zu verantworten. Der Altbesitzer und gerade derjenige, welcher jetzt seine Auslosungsscheine aus Not verkaufen muß, wird durch den Tilgungsfonds ganz ungerechtfertigt benachteiligt. —

Wir haben gesehen, daß für 4,8 Milliarden Verlosungswert pro Jahr 240 Millionen im Etat zur Verfügung stehen. Würde man diese Summe beibehalten, so könnte damit eine 4½proz. laufende Verzinsung gewährleistet werden, die jedes Jahr 216 Millionen erfordern würde. 24 Millionen oder ½ pCt. könnten zur Tilgung verwandt werden. Zweckmäßigerweise hätte man dem Reich die Möglichkeit des Rückkaufs zum Tageskurse statt der Verlosung[3]) einzuräumen. Nimmt man an, daß bei Ausstattung mit einer festen Rente der Kurs der Auslosungsscheine von jetzt ca. 51 pCt. auf 70 pCt. gehen würde (mit mehr würde man mindestens im Augenblick nicht zu rechnen haben), so könnte das Reich jährlich ungefähr 37,5 Millionen Nennwert tilgen. Diese Summe würde sich aber, wenn man bei den Berechnungen von Ende 1928 ausgeht, noch dadurch erhöhen, daß ja nach 3 Jahren 480 Millionen Rückzahlungswert bereits getilgt sind. Dies würde eine Zinsersparnis von 21,6 Millionen pro Jahr ergeben. Ferner könnte das entfallende halbe Prozent Tilgung den noch im Umlauf befindlichen restlichen $^{9}/_{10}$ der Auslosungsscheine zugute kommen. Da mit 21,6 Millionen, zum Kurse von 70 pCt. gerechnet, weitere rund 30,5 Millionen Rückzahlungswert erworben werden können, würde das Reich in der Lage sein, pro Börsentag durchschnittlich 226 500 M aufzunehmen; damit würde dem Kurs eine ausgezeichnete Stütze verliehen werden. Für die Folgezeit würden die durch den Rückkauf ersparten Zinsen ebenfalls für die Amortisation frei werden.

Tatsächlich kann aber das Reich, ohne sich stärker als bisher zu belasten, aus einem anderen Grunde noch über das eben bezeichnete Maß hinaus tilgen. Es ist — wie oben dargelegt — bei der jetzigen Regelung mit einer jährlichen Verlosung von 160 Millionen zu rechnen, die ihrerseits 21,6 Millionen Zinsen im Jahre 1928 abwerfen. Nur dieser letztere Betrag unterliegt der Einkommen- und Körperschaftssteuer, nicht aber etwa die übrigen Zinsbeträge, die den nicht verlosten Stücken intern zuwachsen, ohne daß man sagen kann, ob sie nach 5, 10 oder 30 Jahren zur Auszahlung gelangen. Versieht man nun die Auslosungsscheine mit einer festen Rente, so würde sich ein regulärer einkommensteuerpflichtiger Zinsertrag von 194,4 Millionen[4]) ergeben. Geht man davon aus, daß durchschnittlich auf diese Kapitalerträge eine Einkommen- bzw. Körperschaftssteuer von 15 pCt. zu zahlen ist, so würde bei der jetzigen Regelung dem Reich ein Steuerertrag von lediglich 3,24 Millionen zufließen, während nach der vorgeschlagenen Regelung 29,1 Millionen aufkommen müßten. Die Differenz von 25,9 Millionen verringert sich naturgemäß jedes Jahr etwas; indessen bleibt für lange Zeit immer noch ein sehr ansehnlicher Ueberschuß zurück. Würde man die erwähnten 25,9 Millionen noch für weitere Tilgungszwecke verwenden, so könnte man wiederum bei einem angenommenen Kurs von 70 pCt. im Jahre 1929 weitere rund 37 Millionen zurückkaufen. Damit würden sich die vorerwähnten Summen von 37,5 plus 30,5 auf 105 Millionen erhöhen. Man hätte also — immer vorausgesetzt, daß der Kurs nicht wesentlich über 70 pCt. steigt — eine jährliche Amortisation von etwa 2,18 pCt. zur Verfügung, die sich durch ersparte Zinsen mit jedem Jahr noch etwas verbessern ließe.

Man würde wohl die Auslosungsscheine trotzdem nicht innerhalb von 30 Jahren tilgen können, da der Kurs von 70 pCt. nur unter der Herrschaft der jetzigen hohen Zinssätze denkbar ist. Aber ist es notwendig, daß die zur Zeit mit Re-

[2]) Uebrigens wäre es interessant, zu wissen, wie denn das Reich die Beträge investiert hat. Zum Ausgleich der auf Extraordinarium vorhandenen Schuld können sie nicht herangezogen werden, da sie ja verzinslich anzulegen sind. Es liegt indessen die Vermutung nahe, daß durch den Tilgungsfonds erhebliche Mengen der 5prozentigen Reichsanleihe von 1927 aufgenommen worden sind. Ist dies der Fall, so würde eine solche Investition kaum den Interessen der Altbesitzer entsprechen; denn der Kurs dieses Papiers ist künstlich hochgehalten und wirft deshalb im Verhältnis zu anderen Anlagen eine recht niedrige Rente ab.

[3]) Das Recht, Verlosungen vorzunehmen, würde dem Reich daneben selbstverständlich einzuräumen sein.

[4]) 216 Mill. verringert um die Zinsen auf die schon getilgten 480 Mill., also 216 minus 21,6 = 194,4.

parationen und innerem Wiederaufbau so außerordentlich schwer belastete Gegenwart sich darum Sorgen machen soll, ob etwa nach 28 Jahren noch ein Restbestand von Auslosungsrechten vorhanden ist oder nicht?

Eine andere Möglichkeit würde sein, die gesamten 240 Millionen zu einer 5prozentigen Zinszahlung zu verwenden und damit die Auslosungsrechte zu einer Art ewigen Rente zu machen, wobei eine Amortisation bei gebesserter Finanzlage des Reiches vorbehalten bleiben könnte. M. E. ist es aber wichtiger, dem Markt durch regelmäßige Rückkäufe des Reiches eine Stütze zu geben, als den Zinssatz von 4½ auf 5 pCt. zu erhöhen.

Schließlich soll noch auf den am Anfang erwähnten Einwand zurückgekommen werden, daß der Anleihedienst bei der Verzettelung der Auslosungsscheine in kleine und kleinste Beträge technisch nicht durchführbar sei. Darauf ist zu erwidern, daß man bei der Anleiheablösung einen ganz ähnlichen Fehler wie bei der Goldbilanzumstellung gemacht hat. Es ist ein Unding, Wertpapiere unter 100 M Nennwert zu schaffen oder beizubehalten, da die Zinsmanipulation sonst zu kostspielig ist. Man müßte also diejenigen Stücke, die unter 100 oder 200 M liegen (in Betracht kommen 12,50 und 25 M Nennwert), in ähnlicher Weise aus dem Verkehr ziehen, wie man dies bezüglich der Anteilscheine und der Kleinaktien in den späteren Goldbilanzverordnungen getan hat. Eine besondere Härte gegenüber dem Altbesitzer wird man hierin nicht zu erblicken haben, da bei Durchführung der vorgeschlagenen Regelung eine jedenfalls bessere Veräußerungsmöglichkeit als bisher bestehen würde. Außerdem muß auch der alte römische Satz: minima non curat prätor gelten. Daß einmalige Kosten durch die Ausreichung von Kuponbogen entstehen werden, ist ohne weiteres klar; indessen können diese ja aus dem bisher angesammelten Tilgungsfonds bestritten werden. Letzterer hätte auch dafür zu dienen, die bisher nicht verlosten Stücke in angemessener Weise für die nicht bezahlten drei Jahre Zinsen zu entschädigen. Da vollkommen ungewiß ist, ob diese Zinsen nach 4, 10 oder 30 Jahren auszuzahlen sind, wird sich der Besitzer von Auslosungsscheinen mit einem sehr hohen Diskontabschlag zufrieden geben müssen. Es würden nach dem hier gemachten Vorschlage also die rund vorhandenen 200 Millionen Tilgungsfonds teils zur Deckung der einmaligen Kosten für die Ausgabe der Zinsscheinbogen zu verwenden sein, während der Restbetrag sobald als möglich neben dem laufenden Zinsschein den Altbesitzern zuzuwenden wäre.

Die vorstehenden Ausführungen haben bewußt eine Vermehrung der Leistungen des Reiches für die jährlich aufzuwendenden Beträge ausgeschaltet. Beabsichtigt man, solche vorzunehmen, so wäre der wirksamste und zugleich für das Reich billigste Weg jedenfalls der, die Zinsen aus den Auslosungsrechten von der Einkommen- und Körperschaftsteuer zu befreien[5]). Dies würde mindestens zur Zeit und für die nächsten Jahre für das Reich gegenüber der jetzigen Regelung nur einen gänzlich belanglosen Steuerausfall bedeuten, auf der anderen Seite aber das Publikumsinteresse, in erster Linie das des Auslandes, wesentlich verstärken. Es würde dann die Anleihe auch gern von solchen Körperschaften erworben werden, welche nicht einkommensteuerpflichtig sind, denen gegenüber aber auf Grund der jetzigen sachlich unrichtigen Regelung die Kapitalertragsteuer einbehalten wird.

[5]) Vielleicht würde sogar schon eine Befreiung von der Kapitalertragsteuer genügen.

Die „Völkerbundsanleihen".

Von Dr. **Hanns Reissner**, Berlin.

Die Nachkriegspolitik hat sich für ihre neuen Aufgaben teilweise auch eines neuen finanziellen Instrumentes, der sogenannten „Völkerbundsanleihen", bedient. Frithjof Nansen verlangte erstmalig zugunsten des drangsalierten Volksstammes der Armenier die Initiative des Völkerbundes in der Begebung einer Flüchtlingsanleihe. Aber dieses Anleiheprojekt scheiterte, da weder dingliche Sicherheiten, noch verpfändbare Einkünfte verfügbar waren. Es zeigte sich, daß trotz Völkerbunds für charitative Zwecke nach wie vor nur der Weg des Appells und der Sammlung offen steht[1]), während die Empfehlung des Völkerbundes einzig den Gemeinwesen helfen kann, die über einen Besitz verfügen, der rationell und unter der Aufsicht des Völkerbundes als Treuhänders der Geldgeber genutzt, deren Ansprüche zu befriedigen vermag. Nur politisch — insofern sie der Initiative des Völkerbundes entspringen — sind also die „Völkerbundsanleihen", die seit 1923 zugunsten der österreichischen Teilungsstaaten, der Balkan- und Ostrandländer aufgelegt worden sind, eine neuartige Institution; finanziell aber, insofern der Völkerbund ein Kommissariat als Treuhänder der Gläubiger einsetzt, das die vorschriftsmäßige Verwendung der Anleihegelder überwacht und gewisse Einnahmequellen des Schuldnerstaates zum Zwecke der Sicherstellung von Zinsen- und Amortisationsdienst verwaltet, stellen die Völkerbundsanleihen durchaus kein Novum dar: schon vor dem Kriege pflegten die Gläubigernationen regelmäßig in den unkonsolidierten Staatswesen des Nahen und Fernen Ostens und Mittel- und Südamerikas „Dette Publique"-Verwaltungen einzurichten, die für die sachgemäße Verwendung, Verzinsung und Amortisation der Anleihegelder verantwortlich waren.

Aber selbst als neuartiges politisches Institut kommen die Völkerbundsanleihen regelmäßig nur für einen bestimmten Kreis von Mittelstaaten in Betracht, für die die Aufnahme einer Völkerbundsanleihe regelmäßig mit der Abtretung eines Stücks ihrer Souveränität verknüpft ist. Auch Großstaaten und Mandatsgebiete haben in der Nachkriegszeit Auslandsanleihen aufgenommen, die finanziell genau wie die Völkerbundsanleihen konstruiert und gesichert sind, aus politischen Rücksichten aber auf einen anderen Namen lauten. Man hat, als Deutschland 1924 die sogenannte „Dawesanleihe" und Polen 1927 seine Stabilisierungsanleihe begaben, aus psychologischen Gründen nicht den Völkerbund zum finanziellen Aufseher gemacht. Trotzdem sind für beide Anleihen gewisse Staatseinkünfte verpfändet worden, und wie in Deutschland der Reparationskommissar als Treuhänder der Obligationäre fungiert, so bedarf auch Polen bei der Verwendung der Anleihegelder der Gegenzeichnung des amerikanischen finanziellen „Beraters" bei der Bank von Polen. — Im Falle des britischen Völkerbundsmandatsgebietes Palästina im Jahre 1927 hat die britische Regierung unter Umgehung des Völkerbundes die Anleihe, die am Londoner Markt allein aufgelegt wurde, selbst garantiert und dafür von dem Mandatsgebiet direkt gewisse Einnahmequellen übereignet erhalten.

[1]) Im Schreiben des bulgarischen Finanzministers an das Anleihekonsortium zum Beispiel heißt es ausdrücklich: „Kein Teil der Anleihegelder wird für charitative Zwecke Verwendung finden".

Die eigentlichen Völkerbundsanleihen haben also vornehmlich dem Ausbau der vom Völkerbunde patronisierten, teilweise neugeschaffenen, absolut oder relativ zivilisierten Mittel- und Kleinstaaten Mittel-, Ost- und Südosteuropas gedient. Und zwar wurden emittiert:

Jahr	Titel	£
1923	6 % Garantierte Oesterreichische Staatsanleihe	32 303 000
1924	Staatsanleihe des Königreichs Ungarn	11 710 000
1924	7 % Griechische Regierungs-Flüchtlingsanleihe	12 300 000
1925	7½ % Hypothekenanleihe Stadtgemeinde Danzig	1 500 000
1926	7 % Königreich Bulgarien Siedlungsanleihe	3 325 000
1927	7 % Republik Esthland Bank- u. Währungsreformbonds	1 522 000
1927	6½ % Freistadt Danzig (Tabak-Monopol) Staatsanleihe	1 900 000
1928	6 % Griechische Regierungs Stabilisierungs- u. Flüchtlingsanleihe . . .	7 571 000
		72 131 000

Im Frühjahr 1928 richtete ferner Portugal das Ersuchen an den Völkerbund, die Geldbedürfnisse dieses Staates auf dem Wege einer Völkerbundsanleihe zu befriedigen. Der Völkerbund hat jedoch nach eingehender Prüfung der Verhältnisse an Ort und Stelle Bedingungen gestellt, auf die Portugal nicht eingegangen ist. Die internationale Finanzwelt hätte es ferner gerne gesehen, wenn Rumänien sich vor Gewährung einer neuen Anleihe der Finanzkontrolle des Völkerbundes unterstellt hätte. Rumänien hingegen hat dies als mit seiner staatlichen Würde für unvereinbar erklärt. Hingegen hat Bulgarien den Wünschen des Völkerbundes hinsichtlich einer Aenderung der Statuten seiner Staatsbank zugestimmt, und eine zweite bulgarische Völkerbundsanleihe im Betrage von 4½ Mill. £ wird daraufhin vorbereitet.

Der Verwendungszweck der Anleihen schwankt mit der wirtschaftlichen Struktur der Schuldnerländer und ihrem politischen Schicksal in der Kriegs- und Nachkriegszeit. Die österreichische und die ungarische Anleihe ermöglichten es, für eine Uebergangszeit den durch die Wirren der Inflation in seinem Gleichgewicht gestörten Staatshaushalt auszubalancieren. Die beiden griechischen und die bulgarische Anleihe dienten der Ansiedlung von Flüchtlingen, die zweite griechische zu einem Drittel Zwecken der Währungsstabilisierung. Die zwei Danziger Anleihen finanzierten die Errichtung und den Ausbau kommunaler werbender Anlagen. Die esthnische Anleihe erbrachte die Mittel zur Gründung einer Notenbank und eines Hypothekeninstituts.

Hinsichtlich ihrer Sicherung weisen die Völkerbundsanleihen eine einheitliche Struktur auf. Nur die österreichische Anleihe, die als erste eine Art Experiment darstellte, ist mit spezifischen Sicherungen ausgestattet, die bei den späteren nicht wiederkehren. Sie ist namentlich durch die Garantie einer Reihe europäischer Staaten in bezug auf die Verzinsung und Amortisation besonders gedeckt. Es garantierten die österreichische Anleihe:

Großbritannien	im	Betrage	von	24½ %
Frankreich	„	„	„	24½ %
Tschechoslowakei	„	„	„	24½ %
Italien	„	„	„	20½ %
Belgien	„	„	„	2 %
Schweden	„	„	„	2 %
Dänemark	„	„	„	1 %
Holland	„	„	„	1 %
				100 %

Im übrigen hat man im Falle Oesterreichs wie in allen weiteren einen Treuhänder eingesetzt und die Verpfändung gewisser Einnahmequellen gefordert. In allen Fällen fungiert der Vorsitzende oder ein Mitglied der Finanzkommission des Völkerbundes als Treuhänder der Anteilsinhaber. Nur für Griechenland hat man von der Bestallung eines besonderen Treuhänders abgesehen, da die Verfügung über die Anleihegelder bereits der Flüchtlingsansiedlungskommission vorbehalten ist, von deren vier Mitgliedern zwei, darunter der Vorsitzende vom Völkerbunde selbst ernannt worden sind, während die anderen beiden wenigstens seiner Bestätigung bedurften. — Die Erträgnisse der Anleihen werden auf die Konten der Treuhänder bei den jeweiligen Zentralbanken überwiesen. Soweit es sich, wie bei der Danziger Hypothekenanleihe, um die Bestellung dinglicher Sicherheiten handelte, wurde auf den Namen des Treuhänders eine spezifische erste Hypothek auf Ländereien und Gebäude eingetragen. Im übrigen begnügte man sich mit einer allgemeinen Verpfändung des Besitzes und Einkommens der Flüchtlingsansiedlungskommission, wie bei der ersten griechischen Anleihe, und weiterhin mit der Verpfändung von Zoll- und Monopoleinnahmen, deren Rohaufkommen auf das Konto des Treuhänders zu überweisen ist; dieser hat etwaige Ueberschüsse der Regierung des betreffenden Staates zur freien Verfügung zurückzugeben.

Was die Herkunft der Anleihegelder angeht, so hat der Londoner Platz 37,66 Mill. £ oder 52,3 pCt. der Gesamtsumme von 72,13 Mill. £ aufgebracht. In den europäischen Sieger- und in neutralen Staaten wurden insgesamt 27,7 pCt. oder 19,98 Mill. £ aufgelegt. In der Höhe von 14,49 Mill. £ oder 20 pCt. mußte Amerika, obwohl es dem Völkerbunde nicht angehört, einspringen.

Deutschland war bisher nur an der zweiten Danziger Anleihe mit einem festen Betrag von 190 000 £ beteiligt. In der zu Beginn des Jahres 1928 nach Portugal entsandten Studienkommission war Deutschland aber durch den Hamburger Bankier Melchior vertreten. Es ist sehr wohl denkbar, daß Deutschland, als nunmehriges Völkerbundsmitglied, sich an der Uebernahme künftiger Emissionen beteiligen wird, trotzdem es im Grunde selber noch zu den Borgernationen gehört. — Nach der heutigen Lage der Dinge dürften aber London und New York auf längere Zeit weiter die Hauptgeldgeber bleiben.

Die Effektivverzinsung betrug bei der spezifisch gesicherten österreichischen Anleihe, auf den Londoner Ausgabekurs gerechnet, 7½ pCt., stieg dann im Falle Ungarns auf 8½ pCt., um bei den nachfolgenden Ausgaben allmählig um Prozentbruchteile von 8 auf 7 pCt., und endlich im Jahre 1928 bei der zweiten griechischen Anleihe auf 6,6 pCt. zurückzugehen. In diesem Sinken des Realzinsfußes kommen sowohl das gestiegene Vertrauen in die Besserung der Verhältnisse in Mitteleuropa als auch die Gewöhnung des Kapitalistenpublikums an diesen neuen Anleihetyp und endlich die seit dem schlimmen Jahre 1923 allmählig wieder einsetzende Kapitalneubildung und die damit zusammenhängende Verbilligung der Geldsätze an den westlichen Weltbörsen zum Ausdruck.

Seit Ausgabe der Anleihen ist die Realverzinsung mit Ausnahme der bulgarischen Anleihe, die ca. 2 Punkte unter Emissionskurs notiert, durchgängig weiter gesunken; am stärksten bei der österreichischen Anleihe, die sich heute etwas unter 6 pCt. effektiv verzinst. Bei dieser wie bei den ebenfalls 1923 und 1924 ausgegebenen, auf £ lautenden Tranchen der ungarischen und griechischen Anleihen, die sämtlich über Pari notieren, ist allerdings zu bedenken, daß sie für die Gläubiger insofern einen unerwarteten besonderen Kapitalzuwachs, und damit für die Schuldnerstaaten einen Nachteil, mit sich gebracht haben, als das £ im Jahre 1925 stabilisiert und dabei von 90 pCt. seines Goldwertes auf die Parität heraufgesetzt worden ist.

Die praktischen, mit der Anleihegewährung verfolgten Ziele — Währungs- und Budgetstabilisierung und Flüchtlingssiedlung — sind dank der Initiative der Völkerbundskommissare erreicht worden. Der Völkerbund hat also auf diesem Wege, abseits von dem nur zu häufigen Genfer Lärm um Nichts, durch sein Patronat ein zivilisatorisches Werk gefördert, das ohne sein Eingreifen gewiß weder so rasch, noch in dem Maße vonstatten gegangen wäre. An den Schuldnerstaaten selbst ist es, aus Eigenem

und nicht nur gezwungen unter dem Druck der fremden Kommissionen, solide hauszuhalten und sich durch pünktliche Einhaltung ihrer Verpflichtungen von der politischen Abhängigkeit zu befreien, die — trotz Völkerbundes — mit der finanziellen unzertrennlich einhergeht.

Zur Tragweite des § 7 des Aufwertungsgesetzes[1]).

Der Beschluß des Reichsgerichts vom 7. Juli 1927 (V. B. 14/27, Juristische Wochenschrift 1927 S. 2105) hat die Streitfrage, ob der dem Eigentümer nach dem Aufwertungsgesetz zustehende Rangvorbehalt auch den nach Inkrafttreten des Aufwertungsgesetzes (16. 7. 1925) eingetragenen wertbeständigen Hypotheken im Range vorgeht, neuerdings aufgerollt und im Gegensatz zu dem Kammergericht verneinend entschieden. Dieser reichsgerichtliche Beschluß und seine Begründung haben Widerspruch hervorgerufen (siehe R. A. Kleyff, Voss. Ztg. v. 25. 8. cr., Reg.-Rat Harmening, Jur. Woch. 1927 S. 2105, und J. R. Breslauer, ebenda S. 2483, dagegen Geh.-Rat Mügel, ebenda S. 2484).

Der Beschluß hat wohl nicht ganz die gefürchtete Bedeutung. In dem betreffenden Fall war im April 1926 eine Goldmarkhypothek von 38 000 GM eingetragen worden und darauf hatte der Grundstückseigentümer trotzdem ein Vierteljahr später sich den ihm nach dem Gesetze zustehenden Rangvorbehalt im Anschluß an eine vorgehende Aufwertungshypothek eintragen lassen und diesen dabei mit einer Hypothek von 8000 GM für einen Dritten ausgefüllt. Der Dritte verlangte nun den Vorrang vor den 38 000 GM und wurde vom Reichsgericht abgewiesen. Das Reichsgericht und Mügel äußern sich nun zunächst nicht darüber, was rechtens wäre, wenn die 8000 GM, sei es für den Dritten oder auch erst nur als Rangvorbehalt für den Eigentümer, schon eingetragen gewesen wären, ehe die 38 000 GM zur Eintragung kamen. Daß dann die 8000 GM den Vorrang haben müßten, würde, wenn der Dritte als Gläubiger der 8000 GM bei Eintragung der 38 000 GM schon eingetragen wäre, wohl als aus dem öffentlichen Glauben des Grundbuchs unmittelbar folgend angesehen werden. Auch Breslauer beläßt den 8000 GM diesfalls den Vorrang. Wenn aber die Eintragung der 8000 GM vorerst nur in Gestalt des Rangvorbehalts für den Eigentümer selbst stattgefunden hat, könnte möglicherweise aus der Ansicht des Reichsgerichts der Vorrang der 38 000 GM vor dem Vorbehalte gefolgert werden. Dies wäre, wenn auch erträglich, wenig befriedigend, weil immerhin der Rangvorbehalt schon eingetragen war und deshalb wahrscheinlich nach Ansicht der Gegner des Reichsgerichtsbeschlusses wie ein eingetragenes Recht oder eine Vormerkung nach § 881 BGB. zu schützen sein würde.

Betroffen werden von dem Beschluß — nach der Art des von ihm behandelten Falles — also zunächst nur die Fälle, in denen seit dem Aufwertungsgesetz bis heute der Eigentümer wertbeständige Rechte hat eintragen lassen, ohne gleichzeitig den Rangvorbehalt eintragen zu lassen bzw. auszufüllen und dabei auch das Rangverhältnis der verschiedenen wertbeständigen Rechte grundbuchmäßig festzulegen. Für zukünftige wertbeständige Eintragungen wird wohl der Beschluß des Reichsgerichts genügen, um die Aufmerksamkeit der Beteiligten auf die Rangschwierigkeiten zu lenken und diesen durch eine vertragsmäßige Regelung vorzubeugen.

Aber auch die gekennzeichneten betroffenen Fälle, die bei einem Festhalten an der Ansicht des Reichsgerichts aus allen Grundbüchern herauszusuchen und durch Berichtigungen oder Parteivereinbarung zu regeln sein würden, werden an Zahl zusammenschmelzen. Denn je mehr die Praxis des Aufwertungsgesetzes geübt und beteiligten Kreisen bekannt geworden war, desto mehr wird sich ein Geldgeber gehütet haben, seine Hypothek ohne genaue Prüfung der Grundbuchverhältnisse — die wohl nur noch durch einen Juristen richtig vorgenommen werden kann — eintragen zu lassen. Es wird also das Verhältnis der wertbeständigen Posten untereinander und zum Rangvorbehalt oftmals feststehen und mit dem Rangvorbehalt, auch wenn er nicht eingetragen war, um so eher gerechnet worden sein, je später der Fall nach dem Inkrafttreten des Aufwertungsgesetzes sich abgespielt hat. Oftmals wird der neue Gläubiger (im Falle des Beschlusses also der 38 000 GM) den Verzicht auf den Rangvorbehalt verlangt haben und dieser Verzicht auch im Grundbuch eingetragen worden sein. Dann erledigt sich der Punkt von selbst. Uebrig bleiben somit eigentlich nur Fälle, in denen — ähnlich wie im Falle des Reichsgerichtsbeschlusses — die um den Rang streitenden Eintragungen zeitlich dicht hintereinander erfolgten, dabei aber die betreffenden Gläubiger voneinander nichts wußten, vielleicht infolge Rechtsirrtums den Rangzweifel nicht kannten.

Es fragt sich nun, wie man in einem solchen Falle entscheiden müßte. Die Gefahr dieses Interessenstreits ist aber auch nicht zu überschätzen, denn es wird, je nachdem man den Vorrang in obigem Beispiel den 8000 GM oder den 38 000 GM zuerkennt und dadurch zugleich auf der andern Seite eine Unbilligkeit hervorgerufen werden sollte, oftmals im Wege obligatorischer Beziehungen nachgeholfen werden können (so auch Mügel S. 2485). Das heißt, es wird oftmals aus den Vereinbarungen des neuen Geldgebers von 38 000 GM mit dem Eigentümer zu entnehmen sein, welches der Rang der ihm als Sicherheit zu bestellenden Hypothek sein sollte und es bleibt dann je nachdem die Pflicht des Eigentümers, den zugesicherten Rang, wenn der nach der Eintragung ersichtliche davon abweicht, zu verschaffen oder vom neuen Gläubiger zu verlangen, daß er dem Rangvorbehalt bzw. dem darin eingetragenen Gläubiger den Vorrang einräumt. Es kann also je nachdem der eine oder andere die Abgabe von Grundbucherklärungen vom Gegner verlangen. Selbstverständlich wird das nicht immer gehen und für den Eigentümer einem der beiden um den Rang streitenden Gläubiger gegenüber eine Unmöglichkeit im Sinne von § 325 BGB. vorliegen, weil er dem anderen Gläubiger gegenüber durch eine entgegenstehende Zusage über den Rang schon gebunden ist. Diese Fälle allein sind also recht eigentlich diejenigen, um die es sich bei der vom Reichsgericht entschiedenen Frage handelt. Denn den benachteiligten Gläubiger wegen Nichtgewährung des zugesagten Ranges einfach auf den Rücktritt von dem Hypothekengeschäfte zu verweisen, kann diesem unter Umständen nichts helfen, nämlich wenn er mangels Rückzahlung der Hypothekensumme durch den Eigentümer aus dem Grundstück seine Befriedigung suchen muß und dabei, eben infolge des ihm vom Grundbuchrichter zugewiesenen schlechteren Ranges, Ausfälle erleidet.

In den gekennzeichneten Fällen wird es sich also fragen, ob man sich der Auffassung des Reichsgerichts oder der Gegenauffassung anschließen will. Aus dem Wortlaut des Aufwertungsgesetzes muß die Annahme des Reichsgerichts nicht zwingend gefolgert werden. Diese folgt auch nicht etwa zwingend aus einem Schutzbedürfnis des nacheingetragenen Gläubigers. Eher könnte man im Gegenteil sagen, daß dann, wenn dieser sich um einen nach dem Gesetz tatsächlich bestehenden Rangvorbehalt nicht gekümmert hat, er zunächst den Rangvorbehalt in Kauf nehmen und es ihm überlassen bleiben muß, die Herstellung des günstigeren Rangs oder die sonstige Verfolgung seiner Rechte auf Grund seiner (obligatorischen) Rechtsbeziehungen zum Grundstückseigentümer herbeizuführen. Dies gilt um so mehr, je später der Zeitpunkt seiner Eintragung nach dem Inkrafttreten des Aufwertungsgesetzes liegt, weil der Praxis, wie gesagt, die einschlägigen Bestimmungen inzwischen geläufiger geworden waren. Wie der Wortlaut des Gesetzes, so ist auch der an sich wohl beachtliche Hinweis des Reichsgerichts auf die Unzuträglichkeit, die sich bei Vortritt eines Rangvorbehalts vor eine spätere Zwangshypothek ergeben würde, für die Auffassung des Reichsgerichts logisch nicht zwingend. Denn es ist nicht einzusehen, wieso die Stellung eines persönlichen Gläubigers des Eigentümers besser sein soll, als die des kreditbedürftigen Eigentümers selbst. Dieser Hinweis zeigt höchstens, wie wünschenswert die — aber auch aus andern Gründen höchst wünschenswerte — baldige Klärung der Grundbuchverhältnisse ist. Hier würde später durch Gesetz nachgeholfen werden müssen, und zwar durch eine Bestimmung — wie man sie ja ursprünglich beabsichtigt hat —, daß der gesetzlich bestehende Rangvorbehalt mangels Eintragung bis zu einem bestimmten Zeitpunkte erlischt. Was ferner die Beweggründe des Gesetzgebers anlangt, so hat dieser, wie die genannten Aufsätze zeigen, die nach dem 16. Juli 1925 erfolgenden Neueintragungen überhaupt nicht im Auge gehabt. Es hat aber wohl die Vorstellung bestanden, daß mit dem Rangvorbehalt als einer mit dem Aufwertungsgesetz ins Leben tretenden Befugnis von dessen Inkrafttreten an jedermann, also auch Gläubiger, die sich hinterher eintragen lassen, zu rechnen habe. Vor allem jedoch hätte die dem Reichsgericht entgegengesetzte Meinung den — auch von

[1]) Das Thema ist neuerdings durch die Veröffentlichungen in Nr. 21/1928 der „Juristischen Wochenschrift" vom 26. 5. 1928 Seite 1329 und Seite 1410 wiederum in den Vordergrund getreten.

Mügel anerkannten — großen Vorteil, daß sie der Notwendigkeit überhebt, jetzt sämtliche Grundbuchblätter (nicht etwa bloß die betroffenen) darauf durchsehen zu müssen, ob etwa der Kammergerichts-Praxis entsprechende, dem jetzigen Beschluß des Reichsgerichts aber widersprechende Eintragungen stattgefunden haben und (evtl. auch von Amts wegen) berichtigt werden müssen.

Somit würde, da die Anwendungsfälle nach dem oben Gesagten wohl nicht zu zahlreich sein werden, die Annahme der dem Reichsgerichtsbeschluß entgegengesetzten Meinung erträglich, jedenfalls praktischer sein, zumal da auch ihr der Gesetzestext nicht entgegensteht. Die Beseitigung etwaiger unbilliger Rechtsfolgen würde, wie gesagt, zunächst auf Grund schuldrechtlicher, d. h. außerhalb des Grundbuchs in den Parteiabmachungen liegender Rechtsbeziehungen versucht werden müssen. Dieser Behelf würde übrigens auch bei Annahme der Ansicht des Reichsgerichts nicht entbehrt werden können, was wohl zu beachten bleibt. Denn es ist ja doch auch umgekehrt der Fall denkbar, daß der nach dem 16. Juli 1925 eingetragene Gläubiger als Folge des Reichsgerichtsbeschlusses nun einen günstigeren Rang erhalten würde, als es sich bei Eintragung dieses Gläubigers der Eigentümer im Vertrauen auf den gesetzlichen Rangvorbehalt vorgestellt hat; auch dann müßte auf die vertragsmäßigen Verpflichtungen der Parteien zurückgegriffen werden.

Ueberhaupt ist das Bestreben, die aus dem Aufwertungsgesetz unmittelbar sich ergebenden („dinglichen") Rechtsfolgen für Grundstücksrechte möglichst der „Billigkeit" anzupassen, wohl anerkennenswert, jedoch nicht durchführbar. Niemand wird behaupten wollen, daß die bei Ablehnung des Reichsgerichtsbeschlusses etwa sich ergebenden Härten die größten — oder gar einzigen wären, die das Aufwertungsgesetz mit sich bringt.

Rechtstheoretisch sei schließlich bemerkt, daß die Betrachtungsweise des Rangvorbehalts als einer nur gegenüber gewissen Rechten wirkenden Befugnis (also als „relativ") nicht wünschenswert ist. Die „Relativität des Ranges" ist, obwohl sie auch dem BGB. nicht unbekannt war, eine durch die Aufwertungsgesetzgebung zur Bedeutung gelangte Erscheinung. Wie mißlich sie ist, geht aus Mügels recht eingehenden Erörterungen (Kommentar zum Aufwertungsgesetz, 5. Aufl., 1927) hervor. Die Schwierigkeit — wenn nicht Unentwirrbarkeit — der jetzigen Rangverhältnisse wird nicht gemildert, wenn man die Relativität jetzt auch noch dem Rangvorbehalt beilegen will, dessen Rangschicksal sich bisher nach dem unmittelbar vorgehenden (Mutter-) Rechte richtete, nun aber auch noch seine eigenen Wege gehen soll. Für die Praktiker bildet diese theoretische Neuheit noch eine weitere Unannehmlichkeit neben der jetzt nötigen nochmaligen Durchprüfung ungezählter Grundbuchblätter. So begegnet denn auch der inzwischen in der amtlichen Sammlung (RGZ, Band 117 S. 426) abgedruckte Reichsgerichtsbeschluß in den jüngsten Veröffentlichungen in Fachzeitschriften zunehmender Ablehnung, so auch soeben durch Brachvogel (JurWoch. 1927 S. 2894).

Dr. jur. Otto Hauke, Breslau.

Gerichtliche Entscheidungen.

I. Bürgerliches Recht.

1. **Zu §§ 816, 932, 990 BGB.**

Eine Bank, die ohne grobe Fahrlässigkeit einen dem Aussteller abhanden gekommenen Scheck erwirbt, ist nicht zum Schadensersatz verpflichtet; hat sie den Scheckbetrag an den Einreicher ausgehändigt, so ist sie auch nicht bereichert.

Urteil des OLG. Hamburg vom 2. 11. 1927 — IV 296. 26 —.[1])

Bei der Klägerin war seit September 1921 ein Kommis Erwin K. angestellt und in der Exportabteilung tätig. Dieser ließ sich bei der Depositenkasse Borgfelde der Beklagten am 11. 6. 1923 ein auf seinen Namen lautendes Girokonto einrichten. Zu seiner Legitimation legte er einen vom 4. 6. 1923 herrührenden Handelsregisterauszug des Amtsgerichts Wandsbek vor, wonach er Inhaber der Firma Willi H. & Co. war und wonach der Sitz der Firma am 22. 2. 1922 nach Hamburg verlegt war. Bei dem von K. bei dem Auftrage auf Einrichtung des Kontos aufgegebenen Referenzen soll die Beklagte Erkundigungen nicht eingeholt haben.

In dem Geschäft der Klägerin war es nicht ungewöhnlich, daß Lieferanten Schecks nicht an ihre eigene Order, sondern an die einer Großbank erbaten. In diesen Schecks erschien also als Remittent die von ihnen bezeichnete Großbank. K. hat unter Ausnutzung dieses Brauchs von August 1923 bis September 1925 insgesamt 61 Schecks, ausgestellt von der Klägerin, gezogen auf ihre Londoner Bankverbindung, Kl. Sons & Co., remittiert an die Bank Y. oder Order sich in die Hand gespielt und bei der Depositenkasse Borgfelde eingereicht. Die Gegenwerte sind ihm gutgebracht worden. Die Schecks sind von den Bezogenen immer anstandslos eingelöst worden. Die Klägerin hat die auf Grund dieser Schecks vorgenommenen Belastungen erst nachträglich erkannt und verlangt von der Beklagten Ersatz dieses Schadens.

Das Landgericht hat der Klage stattgegeben; auf die Berufung ist die Klage zurückgewiesen worden.

Aus den Gründen:

Eine grobe Fahrlässigkeit der Beklagten beim Erwerbe der Schecks ist zu verneinen.

In bezug auf die Person und die Geschäftsgebarung des K. lag für die Beklagte kein Anlaß zu irgendeinem Mißtrauen, geschweige denn zu einem konkreten Verdachte vor.

Allerdings hätte Beklagte, wenn sie sich bei Vorlage des Wandsbeker Registerauszuges durch K. die Registerlage genau vergegenwärtigt hätte, sich sagen können, daß, wenn die Firma nach Hamburg verlegt sei, K. in der Lage sein werde, auch einen Hamburger Auszug vorzulegen, aber die Aufgabe der Beklagten war ja nicht, die Einhaltung der Ordnungsvorschriften für die Registerführung zu kontrollieren, sondern sich über die von dem neuen Kunden behauptete Eigenschaft als Inhaber einer eingetragenen Firma zu vergewissern.

Diese Eigenschaft aber wurde durch den Wandsbeker Registerauszug nachgewiesen.

Klägerin wirft der Beklagten nun weiter vor, daß sie die von K. aufgegebenen Referenzen unbeachtet gelassen habe; die Einholung von Erkundigungen kann Beklagte nicht beweisen. Beklagte bestreitet ihre grundsätzliche Verpflichtung zur Einholung von Auskünften über neue Girokunden nicht; sie hat entsprechende Anweisungen ihren Depositenkassen wiederholt gegeben. Dieser Verpflichtung ist die Depositenkasse Borgfelde im vorliegenden Falle nicht nachgekommen. Wäre in dieser Unterlassung eine, für die Frage der Redlichkeit bei Erwerb der Schecks, also für das spätere Kennen bzw. Kennenmüssen der Beklagten kausale grobe Fahrlässigkeit zu erblicken, so wäre zu prüfen, inwieweit der Beklagten — da ja ein Vertragsverhältnis zwischen den Parteien nicht bestand und § 278 BGB. daher keine Anwendung findet — der Klägerin gegenüber eine solche Fahrlässigkeit zuzurechnen wäre, insbesondere also, ob der Depositenkassenvorsteher, den das Verschulden bei Eröffnung des Kontos traf, im Sinne von § 166 BGB. als Vertreter der Beklagten in bezug auf die den Erwerb der zahlreichen Schecks betreffenden, sich durch Jahre hindurchziehenden Willenserklärungen angesehen werden könnte. Einer Prüfung dieser Frage aber bedarf es nicht, denn dieses Unterlassen war ohne jede ursächliche Beziehung auf die Entwicklung des Kundenverhältnisses der Beklagten zu K. Ob seine Devisengebarung korrekt war, ob sie gar auf die Absicht der Steuerhinterziehung oder die Umgehung irgendwelcher Gesetze gegründet war, ging die Beklagte als Bank nichts an. Sie hat keine staatsanwaltlichen Funktionen und mußte sich begnügen, wenn nur die mit ihr selbst getätigten Maßnahmen einwandfrei waren — und das waren sie. Vorausgesetzt, daß die Schecks an sich nicht auffällig waren, hat daher Beklagte weder beim Erwerbe des ersten Schecks noch beim Erwerbe der zahlreichen späteren Schecks irgendwie die im Verkehr erforderliche Sorgfalt verletzt. Von einer Fahrlässigkeit, geschweige denn von einer groben Fahrlässigkeit kann keine Rede sein.

Es kommt daher lediglich noch in Frage, ob die Schecks nach ihrer äußeren Erscheinung in dem Maße auffällig waren, daß die Beklagte daraus Verdacht hätte schöpfen müssen.

Aus der Darstellung des Landgerichts ergibt sich, daß solche Schecks, auch ohne Beziehung zu Dokumenten, von den Banken jedenfalls dann entgegengenommen zu werden pflegen, wenn entweder die Dritten sich als gänzlich einwandfreie Persönlichkeiten (Firmen von anerkanntem Rufe) ausweisen können und/oder ihre Verfügungsberechtigung ebenso ein-

[1]) Mitgeteilt von Herrn Oberlandesgerichtsrat D. Goldschmidt, Hamburg.

wandfrei nachzuweisen vermögen. Unter diesen Voraussetzungen sind daher solche Schecks an sich nicht auffällig.

Worauf es bei dem Erwerb solcher Schecks allein ankommt, ist die objektive Vertrauenswürdigkeit der Einreicher. Es kommt also auf das oben über den Gesamteindruck des K. und seines geschäftlichen Gebarens, wie es sich in der Kontoentwicklung widerspiegelt, hinaus. Das aber bot zu Mißtrauen keinerlei Anlaß, mußte vielmehr bei der Beklagten die Vorstellung eines groß in das Geschäft gerade mit der Klägerin gekommenen neuen Mannes machen.

Es ergibt sich, daß der Beklagten bei dem Erwerbe der Schecks keine Fahrlässigkeit, geschweige denn grobe Fahrlässigkeit zur Last fällt.

Die auf Schadensersatz gerichtete Klage ist abzuweisen.

Da Beklagte weiterhin den Erlös aller Schecks aber ihrem Kunden, dem Zwecke der Einreichung entsprechend, übermittelt und dieser ihn erhoben hat, so ist eben Beklagte um den Erlös nicht mehr bereichert. Die Bereicherung ist weggefallen. Die Klage ist daher aus dem Gesichtspunkte der Bereicherung gemäß § 818³ BGB. unbegründet, selbst wenn die Voraussetzungen des § 816 ganz oder teilweise gegeben sein sollten.

Der Berufung war also stattzugeben und die Klage abzuweisen, ohne daß es irgendwie eines Eingehens auf die Frage bedurfte, ob die Klägerin eigenes Verschulden an dem entstandenen Schaden trifft und ob der Beklagten wegen solchen Verschuldens die eventuell zur Aufrechnung gestellten Gegenforderungen auf Schadensersatz zustehen oder ob sie sich deswegen auf § 254 BGB. berufen kann.

2. Zu § 1189 BGB., § 14 Schuldverschr.Ges.

Die Verpflichtungen einer Bank, die zur Treuhänderin für eine Anleihe bestellt ist, gehen über diejenigen einer Grundbuchvertreterin hinaus.

Urteil des RG. vom 29. 6. 1927 — I 81. 27 — T.

Die Cr.-Werke A. G. in W. hat im Jahre 1925 für 300 000 GM Teilschuldverschreibungen ausgegeben. Zur Sicherheit hat sie auf ihrem Grundbesitz eine Hypothek von 309 000 GM zugunsten der Beklagten gemäß § 1189 BGB. bestellt. Die einzelnen Grundparzellen, auf welche die Hypothek eingetragen ist, sind in der Bestellungsurkunde und in den einzelnen Schuldverschreibungsurkunden genau bezeichnet. Sie hat ferner zum Vertreter für den jeweiligen Gläubiger aus den Teilschuldverschreibungen im Sinne des § 1189 BGB. die Beklagte bestellt und hat bezüglich des Inhalts und Umfangs der Vertretungsbefugnis auf die näheren Bestimmungen, die in den „Anlehensbedingungen" enthalten sind, verwiesen.

Der Kläger ist Eigentümer von Teilschuldverschreibungen im Betrage von nom. 5300 GM. Er behauptet, er habe diese Verschreibungen im Vertrauen auf die Richtigkeit der Angaben des Prospektes erworben. In Wahrheit seien aber die Angaben unrichtig gewesen. Einmal sei die Hypothek nicht auf den gesamten Grundbesitz, sondern vielmehr nur auf einen Teil desselben eingetragen.

Der Revision kann der Erfolg nicht versagt werden.

In der notariellen Bestellungsurkunde ist hinsichtlich des Umfanges der Vertretungsbefugnisse auf die Anlage, das sind die Anlehensbedingungen, Bezug genommen. Nun sind zwar in deren § 12 die Parzellen, auf welche die Hypotheken eingetragen werden sollten, einzeln aufgeführt. Aber es war gleichzeitig bemerkt, daß dies die sämtlichen im Eigentum der Schuldnerin stehenden Grundstücke der Markung Waldenbuch seien. Das war zweifellos für die Gläubiger von erheblichster Bedeutung, denn ihnen konnte nicht damit gedient sein, daß nur ein Teil des Grundbesitzes der Haftung unterworfen würde. Diesen Umstand mußte die Beklagte bei ihrer Stellung zur Sache beachten. Denn zweifellos war sie, wenn auch Grundbuchvertreterin, so doch nicht bloß Grundbuchvertreterin; vielmehr war ihr Geschäfts- und Pflichtenkreis erweitert worden. Sie ließ sich in den Schuldurkunden als Treuhänderin bezeichnen und zwar nicht in der Beschränkung auf die Innehabung der Hypothek; die Urkunden wurden nach § 1 der Bedingungen auf ihren Namen oder auf ihre Order ausgestellt; die Zinszahlungen erfolgten nach § 2 durch ihre Vermittlung, ebenso nach § 3 die Kapitalzurückzahlungen; sie hatte nach § 6 für die gesamten Gläubiger die vorzeitige Fälligkeit der Anleihe zur Rückzahlung gemäß den Bestimmungen des § 5 auszusprechen. Ihre Verknüpfung mit der Emission war also eine enge; ihre Pflichten gingen über die eines bloßen Grundbuchvertreters hinaus. Danach muß es auch als ihre Verpflichtung angesehen werden, sich darum zu kümmern, ob die wichtigste der den Gläubigern gemachten Zusicherungen, die Eintragung der Hypothek auf den gesamten Grundbesitz, durchgeführt wurde. Hat die Beklagte dieser Verpflichtung schuldvoll zuwider gehandelt, so haftet sie dafür, und zwar haftet sie allen Obligationsinhabern, nicht nur den ersten Erwerbern, weil sie sich in den Urkunden als „Vertreterin (Treuhänderin) der jeweiligen Inhaber" hat bezeichnen lassen. An dieser Haftung wird nichts durch den Umstand geändert, daß sie ihr Indosso auf den Urkunden mit der Klausel ohne Gewähr geleistet hat.

II. Steuerrecht.

1. Zu § 13 EinkStG.

Wertpapiere, die in die Bilanz eines Kaufmanns aufgenommen sind, gelten trotzdem nicht als Geschäftsvermögen, wenn sie als Privatvermögen kenntlich gemacht sind.

Urteil des RFH. vom 14. 12. 1927 — VI A 786. 27 —; abgedr. DStZtg. 1927 S. 155.

Streitig ist, ob ein Gewinn aus Veräußerung von Wertpapieren zum Betriebsgewinn gehört. Es stand im Belieben des Steuerpflichtigen, ob er die Wertpapiere von Geschäfts wegen oder als Privatmann erwerben wollte. Eine unmittelbare Beziehung zum Betriebe hatten sie nicht; infolgedessen konnte nicht ohne weiteres angenommen werden, daß sie für das Geschäft erworben seien. Andererseits kann es dem Kaufmann nicht verwehrt werden, im Betriebe zurzeit nicht benötigtes Geld in Werten anzulegen, die gegebenenfalls leicht veräußerlich sind. Gegenstände des Privatvermögens werden auch nicht dadurch zu Teilen des Betriebsvermögens, daß sie zur Erlangung von Geschäftskredit benutzt werden. Entscheidend kann in solchen Fällen, in denen der Kaufmann die Wahl der Behandlung, ob als Betriebsvermögen oder als Privatvermögen hat, lediglich sein, welchen Willen er zu erkennen gegeben hat. Es muß vermieden werden, daß die Wertpapiere, je nachdem sie mit Gewinn oder Verlust veräußert werden, zum Privatvermögen oder zum Geschäftsvermögen gerechnet werden. Es mag nun zugegeben werden, daß die Aufnahme in die Inventur und Bilanz keine unwiderlegbare Vermutung dafür begründet, daß Geschäftsvermögen vorliegt. Es kann dies mit Rücksicht darauf geschehen sein, daß nach der Rechtsprechung des Reichsgerichts der Kaufmann auch sein Privatvermögen in die Bilanz aufzunehmen hat. Mag diese Rechtsprechung auch erheblichen Bedenken unterliegen, so hindert sie doch, der Aufnahme in die Bilanz eine entscheidende Bedeutung beizulegen, falls anzunehmen ist, daß die Aufnahme in die Bilanz dadurch verursacht ist. Es muß aber dann irgendwie kenntlich gemacht werden, daß es sich trotz der Aufnahme in die Bilanz um Privatvermögen handelt. Im vorliegenden Falle ist im Gegenteil schon durch die Bezeichnung „Effektenkonto" zum Ausdruck gebracht, daß die Wertpapiere als zum Geschäft gehörig gelten sollten. Wie die Akten ergeben, ist auch ein Effektenertragskonto geführt und sein Saldo auf das Gewinn- und Verlustkonto übertragen.

2. Zu §§ 6, 35, 41 EinkStG.

Spielgewinne sind nicht einkommensteuerpflichtig.

Urteil des RFH. vom 14. März 1928 — VI A 783/27 —; abgedruckt RStBl. 1928, S. 181.

Die Vorinstanz hat festgestellt, daß der Beschwerdeführer im Jahre 1925 Spielgewinne in Höhe von 45 000 RM erzielt habe. Sie hat diese Gewinne als steuerpflichtiges Einkommen behandelt. Die Rechtsbeschwerde ist begründet.

Spielgewinne sind allerdings nicht schon wegen ihrer Verwandtschaft mit den im § 6 Abs. 3 EinkStG. erwähnten Lotteriegewinnen kein Einkommen. § 6 Abs. 3 dient nur der Klarstellung, und die dort aufgeführten Bezüge gehören nicht aus dem Grunde, weil sie dort als der Einkommenbesteuerung nicht unterliegend bezeichnet werden, nicht zum Einkommen, sondern weil sie unter keine der im § 6 Abs. 1 aufgezählten Einkünfte fallen. Auch ob Spielgewinne steuerpflichtiges Einkommen darstellen, ist daher allein danach zu entscheiden, ob sie zu einer der im § 6 Abs. 1 genannten Einkommensarten zu zählen sind. Ob das der Fall ist, bestimmt sich, soweit das Einkommensteuergesetz selbst keine Anhaltspunkte bietet, gemäß § 6 Abs. 2 nach der Verkehrsauffassung.

Die Vorinstanz hat angenommen, daß es sich bei den vom Beschwerdeführer erzielten Gewinnen um Einkünfte aus son-

stiger selbständiger Berufstätigkeit handle (§ 6 Abs. 1 Nr. 3 EinkStG.). Eine Erläuterung des Begriffs sonstige selbständige Berufstätigkeit gibt das Einkommensteuergesetz nicht. § 35 EinkStG. führt nur einzelne Tätigkeiten auf, die nach dem Willen des Gesetzgebers jedenfalls unter diesen Begriff fallen sollen; aus diesen Beispielen kann man immerhin gewisse Schlüsse darauf ziehen, was das Gesetz unter selbständiger Berufstätigkeit verstanden wissen will; ein weiterer Anhalt ergibt sich daraus, daß das Gesetz unter § 6 Abs. 1 Nr. 1 die Einkünfte aus Landwirtschaft, unter Nr. 2 die Einkünfte aus Gewerbebetrieb aufzählt und diesen Einkünften unter Nr. 3 die Einkünfte aus „sonstiger" selbständiger Berufstätigkeit gegenüberstellt; auch die unter Nr. 3 aufgeführte Tätigkeit muß also die Merkmale tragen, die die Betätigung als Landwirt und Gewerbetreibender zur Berufstätigkeit stempeln.

Die im § 35 EinkStG. aufgeführten Berufstätigkeiten und die Tätigkeit des Landwirts und des Gewerbetreibenden haben das gemeinsam, daß die Einkünfte, die sie abwerfen, einschließlich der Entnahmen im Sinne des § 12 Abs. 2 EinkStG., Entgelte für die ausgeübte Tätigkeit darstellen. Daraus ist zu folgern, daß das Einkommensteuergesetz unter Berufstätigkeit nur eine Tätigkeit verstanden wissen will, die gegen Entgelt ausgeübt wird; dabei ist es ohne Bedeutung, daß die gleiche Tätigkeit bisweilen unentgeltlich ausgeübt wird oder keine Einnahmen abwirft; entscheidend ist, daß, wenn Einkünfte erzielt werden, sie Entgelt für die Tätigkeit sind. Spielgewinne aber sind mehr oder minder vom Zufall abhängige Einnahmen, die allerdings ohne Beteiligung am Spiel nicht zu erzielen sind, jedoch nicht ein Entgelt für die Spieltätigkeit darstellen; sie können daher nicht als Einnahmen aus Berufstätigkeit angesehen werden. Auch die Verkehrsauffassung erblickt in der Beteiligung am Spiel, sei sie noch so planmäßig betrieben, keine Berufstätigkeit; wenn von berufs- oder gewerbsmäßigen Spielern gesprochen wird, so handelt es sich dabei um einen Sprachgebrauch, der für die rechtliche und wirtschaftliche Beurteilung ohne Bedeutung ist; es wird damit nur ausgedrückt, daß das Spiel in derselben nachhaltigen Weise betrieben wird, in der ein Gewerbe oder ein Beruf ausgeübt zu werden pflegt, nicht aber, daß die Spieltätigkeit wirklich ein Gewerbe oder ein Beruf ist.

Die Vorentscheidung beruht also jedenfalls auf Rechtsirrtum, wenn sie die Spielgewinne des Beschwerdeführers als Einkünfte aus selbständiger Berufstätigkeit behandelt hat. Es fragt sich, ob Spielgewinne unter eine der anderen im § 6 Abs. 1 EinkStG. bezeichneten Einkommensarten fallen. In Betracht käme nur, sie als sonstige Leistungsgewinne (§ 6 Abs. 1 Nr. 8) aufzufassen. Nach § 41 EinkStG. sind sonstige Leistungsgewinne Einkünfte aus Spekulationsgeschäften und Einkünfte, soweit sie infolge einer anderen Tätigkeit anfallen, die nicht zu den im § 6 Abs. 1 Nr. 1 bis 4, 6 bezeichneten gehört. Zu den Gewinnen aus Spekulationsgeschäften können die Spielgewinne nicht zählen, weil kein Veräußerungsgeschäft vorliegt und es nicht angängig erscheint, nur wegen der Verwandtschaft, die die beiden Arten von Gewinnen miteinander haben, den Begriff des Spekulationsgeschäfts auf jede Betätigung als Spieler auszudehnen. Ob die Spielgewinne unter § 41 Abs. 1 Nr. 2 fallen, hängt ebenfalls davon ab, was unter Tätigkeit im Sinne dieser Vorschrift zu verstehen ist. In der Entscheidung vom 30. Juni 1927 — VI A 261/27 — (Entsch. des RFH. Bd. 21 S. 244) hat der Senat ausgesprochen, daß Gewinne aus Rennwetten nicht der Einkommensteuer unterliegen, weil der Begriff der „Tätigkeit" nicht gegeben sei. Daran hält der Senat fest, und es kann daher auch die Beteiligung am Spiel, die dem Eingehen von Wetten gleichsteht, nicht als Tätigkeit im Sinne des § 41 Abs. 1 Nr. 2 gelten. Die Begründung für diesen Standpunkt folgt aus denselben Erwägungen, aus denen oben das Vorliegen einer Berufstätigkeit verneint worden ist. Denn dasselbe Merkmal, das die unter § 6 Abs. 1 Nr. 3 bezeichneten Einkünfte miteinander verbindet — daß sie nämlich das Entgelt für eine Tätigkeit darstellen —, verbindet auch die unter Nr. 1 bis 3 bezeichneten Einkünfte mit den im § 6 Abs. 1 Nr. 4 und 6 genannten Einkünften; auch die zuletzt genannten Einkünfte sind Entgelt für eine Tätigkeit. Wenn daher § 41 Abs. 1 Nr. 2 von einer anderen Tätigkeit, die nicht zu den im § 6 Abs. 1 Nr. 1 bis 4, 6 bezeichneten gehört, spricht, so ergibt sich daraus, daß auch unter dieser anderen Tätigkeit nur eine solche verstanden werden kann, die gegen Entgelt ausgeübt wird; dafür sprechen auch die im § 41 Abs. 1 Nr. 2 angeführten Beispiele. Daß aber Spielgewinne nicht als Entgelt für eine Tätigkeit angesehen werden können, ist oben gesagt worden. Die Auffassung, daß die Beteiligung am Spiel keine Tätigkeit im Sinne des § 42 Abs. 1 Nr. 2 ist, wird dadurch gestützt, daß das Gesetz die Spekulationsgewinne offenbar nicht als Einkünfte aus einer Tätigkeit ansieht; denn es stellt im § 41 Abs. 1 Nr. 1 die Spekulationsgewinne den Einkünften aus einer Tätigkeit gemäß § 41 Abs. 1 Nr. 2 gegenüber und erklärt im § 42 erstere nur unter gewissen Voraussetzungen für einkommensteuerpflichtig. Würde das Gesetz auch die Betätigung als Spekulant als eine „Tätigkeit" ansehen, so hätte es keine Veranlassung gehabt, diese Betätigung als einen besonderen Fall der Leistungsgewinne zu behandeln. Ihrem Wesen nach stehen aber Spielgewinne den Spekulationsgewinnen so nahe, daß, wenn letztere nicht zu den Einkünften aus einer Tätigkeit gehören, auch erstere nicht dazu zu rechnen sind.

Spielgewinne unterliegen also der Einkommensteuer nicht, woraus umgekehrt folgt, daß Spielverluste nicht abzugsfähig sind. Die Vorentscheidung mußte deshalb wegen Rechtsirrtums aufgehoben werden. Der Senat hat jedoch nicht geglaubt, in der Sache entscheiden zu können, weil es ihm notwendig erschien, daß die Möglichkeit der Besteuerung nach dem Verbrauche (§ 49 EinkStG.) geprüft werde.

3. Zu § 42 Abs. 1 Nr. 1 EinkStG.

Bei der Untersuchung, ob ein Spekulationsgeschäft vorliegt, ist für die Berechnung des Zeitraumes zwischen Anschaffung und Veräußerung jeweils der Zeitpunkt maßgebend, in welchem der auf den Erwerb oder die Veräußerung des betreffenden Gegenstandes gerichtete obligatorische Vertrag abgeschlossen wurde.

Urteil des RFH. vom 14. März 1928 — VI A 376/27 —; abgedruckt RStBl. 1928, S. 180.

Der Beschwerdeführer hat im Jahre 1925 eine Anzahl Kuxe älteren Rechts veräußert. Das Finanzgericht hat den Beschwerdeführer, soweit die Besitzdauer der Kuxe weniger als drei Monate betrug, mit den erzielten Gewinnen gemäß § 42 Abs. 1 Nr. 1b EStG. zur Steuer herangezogen.

Die Rechtsbeschwerde macht in erster Linie geltend, die Kuxe seien nicht zum Zwecke gewinnbringender Wiederveräußerung erworben worden, es lägen daher keine Spekulationsgeschäfte vor, sondern Einkünfte aus Veräußerungsgeschäften, die grundsätzlich der Einkommensteuer nicht unterliegen. Weiter führt der Beschwerdeführer aus, die 8 A-Kuxe habe er über drei Monate in seinem Besitz gehabt, insoweit sei daher die Annahme von Spekulationsgewinnen auf jeden Fall unzutreffend.

Die Rechtsbeschwerde ist zum Teil begründet. Soweit die Vorbehörde zu der Bedeutung der im § 42 für die Annahme von Spekulationsgewinnen aufgestellten Voraussetzungen Stellung nimmt, sind ihre Ausführungen nicht zu beanstanden. Das Gesetz stellt im § 42 Abs. 1 Nr. 1 für den Fall, daß die Besitzdauer die dort angeführten Zeiträume übersteigt, eine unwiderlegbare Rechtsvermutung (präsumtio juris et de jure) auf, daß dann keine Spekulationsgeschäfte angenommen werden sollen. Umgekehrt besteht, wenn die Besitzdauer kürzer war, zunächst eine Vermutung für das Vorliegen von Spekulationsgeschäften. Dem Steuerpflichtigen liegt es dann ob, diese Vermutung zu widerlegen (§ 42 Abs. 2 Nr. 3). Auch die weiteren Ausführungen des Finanzgerichts, die Kuxe älteren Rechts seien trotz ihrer Immobiliareigenschaft nicht als Grundstücke im Sinne des § 42 Abs. 1 Nr. 1a, sondern als andere Gegenstände im Sinne des § 42 Abs. 1 Nr. 1b anzusehen, unterliegen keinen rechtlichen Bedenken. Mit Recht mißt die Vorentscheidung der Verkehrsauffassung, die auch Kuxe älteren Rechtes im Handel wie Wertpapiere betrachtet, entscheidende Bedeutung bei.

Dagegen sind die Einwendungen des Beschwerdeführers, die sich darauf beziehen, seine Besitzzeit habe bezüglich der A.-Kuxe den im § 42 Abs. 1 Nr. 1b aufgestellten Zeitraum überschritten, berechtigt. Der Beschwerdeführer hat dazu angegeben, er habe vier dieser Kuxe im Mai 1925, weitere vier im August 1925 in der Weise erworben, daß er gegen Aushändigung einer Vollmacht, diese Kuxe an sich oder einen anderen aufzulassen, den Kaufpreis entrichtet habe. § 42 Abs. 1 Nr. 1 stellt für die Berechnung der Besitzdauer auf den Zeitpunkt der Anschaffung und Veräußerung ab. Darunter ist nicht die dingliche Eigentumsübertragung, sondern der obligatorische, zur Eigentumsübertragung verpflichtende Vertrag zu verstehen, der allerdings vielfach mit der Uebereignung zusammenfallen wird (vgl. Pissel-Koppe, Einkommensteuergesetz, 2. Aufl., S. 455). Wird daher wie hier der Erwerb von Kuxen älteren Rechts in der Weise vorgenommen, daß der Verkäufer dem Käufer die Gewährscheine zugleich mit einer Auflassungsvollmacht aushändigt und Zug um Zug den Kaufpreis erhält, so ist die Anschaffung spätestens in diesem Zeitpunkt erfolgt, wenn nicht schon früher ein bindender, auf den Kauf der Kuxe gerichteter Vertragsabschluß erfolgt ist.